

DOKTORI (PhD) ÉRTEKEZÉS

PÁL TAMÁS

**KAPOSVÁRI EGYETEM
GAZDASÁGTUDOMÁNYI KAR**

2018

DOI: 10.17166/KE2018.007

**KAPOSVÁRI EGYETEM
GAZDASÁGTUDOMÁNYI KAR**

A doktori iskola vezetője:
PROF. DR. KEREKES SÁNDOR
egyetemi tanár, az MTA doktora

Témavezető:
PROF. DR. OROSZI SÁNDOR
egyetemi tanár, a közgazdaságtudományok kandidátusa

**MONETÁRIS POLITIKA A VÁLSÁGOT KÖVETŐEN.
AZ EURÓPAI KÖZPONTI BANK GYAKORLATÁNAK
ÉRTÉKELÉSE.**

Készítette:
PÁL TAMÁS

KAPOSVÁR
2018

Tartalomjegyzék

A disszertációban használt rövidítések jegyzéke	5
1. Bevezetés	10
2. A disszertáció célkitűzései.....	15
3. A kutatás anyagai és módszerei	19
4. A monetáris politika céljainak és eszközrendszerének változása a 2007-2008-as pénzügyi válság következtében.....	22
4.1. A monetáris politika céljai.....	24
4.1.1. A válság előtti konszenzus	24
4.1.2. Javaslatok a monetáris politikai célok újrafogalmazására.....	28
4.1.2.1. Az inflációs célérték emelése.....	28
4.1.2.2. A döntési szabály módosítása	30
4.1.2.3. A célok módosításának perspektívája	36
4.2. A pénzügyi stabilitási és a monetáris politikai cél összehangolásának lehetőségei	40
4.2.1. A válságot követő vita főbb irányai	41
4.2.2. Az LATW implementációjának lehetőségei.....	46
4.2.3. A Jackson Hole konszenzus módosítása	51
4.2.4. A makroprudenciális és a monetáris politika összehangolása.....	54
4.3. A monetáris politika eszközei	61
4.3.1. A konvencionális jegybanki eszköztár.....	62
4.3.2. A jegybanki likviditásnyújtó eszközrendszer átalakulása a válságkezelés során.....	67
4.3.3. Nemkonvencionális jegybanki eszközök a válságot követően	84
4.3.3.1. Mennyiségi lazítás.....	86
4.3.3.2. Negatív kamatok.....	99
4.3.3.3. Előretekintő iránymutatás.....	103
4.3.3.4. A nemkonvencionális eszközök használatának perspektívája	109
5. Az EKB nemkonvencionális gyakorlata.....	117
5.1. Az európai fáziskésés okai	117

5.2. Az euróövezeti krízis	122
5.3. Az európai mennyiségi lazítást befolyásoló tényezők és az ECB programjának perspektívája	129
5.3.1. Az európai program fáziskésése	133
5.3.2. Az európai eszközvásárlás mérete és összetétele	137
5.3.3. A negatív kamatok hatása	145
5.3.4. Az európai program perspektívája	148
6. Következtetések, javaslatok	160
7. Új és újszerű tudományos eredmények	169
8. Összefoglalás	173
9. Summary	176
Irodalomjegyzék	179
1. sz. Függelék A vezető jegybankok fontosabb intézkedései és programjai a 2007-2008-as válság során és azt követően	193
A disszertáció témaköréből megjelent publikációk	215
A disszertáció témakörén kívüli publikációk	216
Szakmai életrajz	217

A disszertációban használt rövidítések jegyzéke

ABCP Asset Backed Commercial Paper
eszközfedezetű kereskedelmi kötvény

ABSPP Asset-backed Securities Purchase Programme
EKB eszközfedezetű kötvény vásárlási program, az APP része

AMLF Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund
Liquidity Facility
Fed likviditásnyújtó program

APF Asset Purchase Facility
BoE eszközvásárlási program

APP Expanded Asset Purchase Programme
EKB eszközvásárlási program

bail-out kimentés
pénzügyi források biztosítása egy cég vagy egy ország olyan csődjének elkerülése érdekében, amelynek tovaterjedő hatásai a pénzügyi rendszer jelentős részét vagy egészét fenyegetné.

BoE Bank of England
Angol Központi Bank

BoJ Bank of Japan
Japán Központi Bank

bp bázispont

CB Corporate Bond
vállalati kötvény

CBPP Covered Bond Purchase Programme
EKB fedezett-kötvény vásárlási programok (1,2 és 3)

CDF Complementary Deposit Facility
BoJ rendelkezésre állás betéti eszköze

CDO Collateralized Debt Obligations
adósságfedezetű értékpapír

CE Credit Easing
hitellazítás

CME Comprehensive Monetary Easing
BoJ eszközvásárlási program

CP Commercial Paper
kereskedelmi kötvény

CPFF Commercial Paper Funding Facility
Fed likviditásnyújtó program

CSPP Corporate Sector Purchase Programme
EKB vállalati kötvény vásárlási program, az APP része

CTRF Contingent Term Repo Facility
BoE likviditásnyújtó eszköz

DWF Discount Window Facility
BoE rendelkezésre állás eszköz

DWL Discount Window Lending
Fed rendelkezésre állás eszköz

EKB European Central Bank
Európa Központi Bank

ELA Emergency Liquidity Assistance
Az EKB, illetve a BoE által használt elnevezés/eszköz az aktuálisan meghirdetett likviditásnyújtó eszköztáron kívül használt vészhelyzeti likviditásnyújtásra

EFSF European Financial Stability Facility
Európai Pénzügyi Stabilizációs Eszköz

ELTR Extended Collateral Long Term Repo
BoE likviditásnyújtó eszköz

ESM European Stability Mechanism
Európai Stabilizációs Mechanizmus

ETF Exchange-traded Funds
tőzsdén forgalmazott befektetési alapok

FDIC Federal Deposit Insurance Corporation
USA betétbiztosítási ügynökség, felügyeleti szerv

Fed Federal Reserve
USA Központi Bank

FG Forward Guidance
előretekintő iránymutatás

FLS Funding for Lending Scheme
BoE célzott hitel refinanszírozási program

FOMC The Federal Open Market Committee
Fed Nyíltpiaci Bizottsága, monetáris politikai döntéshozó testület

FRO Fixed-Rate Funds-Supplying Operation
BoJ likviditásnyújtó eszköz

FTO Fine Tuning Operation
EKB finomhangoló likviditásnyújtó eszköze

GSE Government Sponsored Enterprises
USA kongresszus által létrehozott pénzügyi szolgáltató intézmények

GSFF Growth-Supporting Funding Facility
BoJ célzott hitel refinanszírozási eszköz

ILTR Indexed Long Term Repo
BoE likviditásnyújtó eszköz

IT Inflation Targeting
inflációs célkövetés

JGB Japan Government Bond
japán államkötvény

J-REIT Japan's real estate investment trust
nyilvános piacon forgalmazott ingatlan befektetési jegyek

LATW Leaning against the wind
jegybank által a pénzügyi ciklusok simítására, instabilitás kialakulása ellen alkalmazott, a hagyományos kamateszköz használatán alapuló politikája

LoLR Lender of Last Resort
jegybank végső hitelnyújtói szerepe

LSP Loan Support Program
BoJ célzott hitel refinanszírozási eszközeinek (SBLF és GSFF) közös elnevezése

LTRO Longer-term Refinancing Operation
EKB hosszabb távú likviditásnyújtó eszköz

MMIFF Money Market Investor Funding Facility
Fed likviditásnyújtó program

MRO Main Refinancing Operation
EKB fő refinanszírozási eszköze, a konvencionális irányadó eszköz

OMT Outright Monetary Transactions
EKB állampapír vásárlási program

OSF Operational Standing Facility
BoE rendelkezésre állás eszköz

QE Quantitative Easing
mennyiségi lazítás

QQE Quantitative and Qualitative Monetary Easing
BoJ elnevezése a mennyiségi lazító programjára

PDCF Primary Dealer Credit Facility
Fed likviditásnyújtó program

PSPP Public Sector Purchase Programme
EKB állampapír vásárlási program, az APP része

SBLF Stimulating Bank Lending Facility
BoJ célzott hitel refinanszírozási eszköz

SFSO Special Funds-Supplying Operations to Facilitate Corporate Financing

BoJ likviditásnyújtó eszköz

SLS Special Liquidity Scheme

BoE likviditásnyújtó eszköz

SMP Securities Markets Program

EKB értékpapír vásárlási program

TAF Term Auction Facility

Fed likviditásnyújtó eszköz

TALF Term Asset-Backed Securities Loan Facility

Fed likviditásnyújtó program

TLTRO Longer-term Refinancing Operation

EKB hosszabb távú célzott hitel refinanszírozási eszköze

TSE Tokyo Stock Exchange

japán értéktőzsde

TFS Term Funding Scheme

BoE likviditásnyújtó eszköz

TSLF Term Securities Lending Facilities

Fed likviditásnyújtó program

ZLB Zero Lower Bound

zéró kamat határ

1. Bevezetés

A 2007-2008-as pénzügyi válságot megelőző éveket tekinthetjük a monetáris politika aranykorának. A fejlett világban a monetáris politikát szilárd elméleti alapokon álló, céljaikat és eszközeiket tekintve letisztultan működő, független, kiforrott intézményrendszerű jegybankok irányították. Az árstabilitás elérésében és fenntartásában, az üzleti ciklusok csillapításában elért eredmények a monetáris politikáról való gondolkodás helyességének a visszaigazolását nyújtották. A legtöbb közgazdász egyetértett azzal, hogy a monetáris politika a hosszú távú növekedést és a társadalmi jólétet az árstabilitás fenntartásával tudja szolgálni, ami alatt a zero közeli pozitív inflációs értéket értjük. A jegybankok indirekt eszközökkel, kamatpolitikájuk révén érték el ezt a céljukat. A sikereknek és a monetáris politika szerepéről való egyetértésnek az eredményeképpen a vezető jegybankok kiemelkedő hitelességgel bírtak.

A válság kihívásai azonban ennek a kényelmes konszenzusnak az újragondolására kényszerítette a kutatókat, a jegybankárokat és a gazdaságpolitikusokat egyaránt. Az eszközökről és célokról folytatott diskurzuson túl, az az erőteljes elvárás is megfogalmazódott a jegybankokkal szemben, hogy monetáris politikájukkal, eszközeikkel járuljanak hozzá, kínáljanak megoldást a válság okozta reálgazdasági problémák kezeléséhez. A fellángoló viták alapvetően a következő kérdések mentén csoportosíthatók:

- Mennyiben felelősek a jegybankok a válság kialakulásában?
- Lehet-e, illetve kell-e a jegybanki célokon változtatni?

- Hogyan implementálható a pénzügyi stabilitás célja a monetáris politikába?
- Milyen eszközökkel képesek a jegybankok fellépni a válság hatásaival szemben, milyen eredmény várható ezektől és milyen kockázatokkal járnak?

Ezek a kérdések alaposan felforgatják a korábbi elméleti konszenzust és a gyakorlatot, és befolyásolják a monetáris politika jövőjét is. A kutatás témaválasztása innen eredeztethető, mivel az a ritka helyzet állt elő, hogy egy kiforrott területen hirtelen jelentős változás történt és a téma így került az akadémiai világ és a jegybankok fókuszába egyaránt. Ráadásul nem csupán a monetáris politika egy szegletéről van szó, hanem annak egészét érintő, lényegi kérdésekről. Éppen ezért a kutatás sem akart egy szűk szegmensre szorítkozni, hanem átfogóan foglalkozik azzal, hogy miként alakult a monetáris politika cél- és eszközrendszere a válságot követően, továbbá az ezt övező vitákból és a gyakorlati tapasztalatokból milyen következtetések vonhatók le a monetáris politika jövőjét illetően.

A disszertáció tematikailag három fő kérdéskörrel foglalkozik. Elsőként a monetáris politikai célok újragondolásának a lehetősége kerül tárgyalásra. A válság előtt a neoklasszikus szintézis megújítását, illetve megjelenésétől kezdve a 2000-es évekig az inflációs célkövetés (IT)¹ alkalmazását kísérte jelentős figyelem az akadémiai terület és jegybankok részéről. A monetáris politikai célokat illetően a válság előtti évekre konszenzus jött létre, az inflációs célkövetés pedig a fejlett világban sikeresnek bizonyult és széles körben alkalmazott rezsim lett. A válságot követő években azonban ismét feléledt a célokról való diskurzus, és az IT rezsim megfelelőségének a

¹ inflation targeting

kérdése is felmerült. A válság reálgazdaságra gyakorolt hatása olyan erőteljes volt, amely megkérdőjelezi a korábban elért eredményeket is. Ezért a jegybankoknak szembe kell nézni azokkal a társadalmi és politikai elvárásokkal, amelyek tőlük a gazdaság helyreállításában való hatékony fellépést és a kormányzati gazdaságpolitika támogatását várják el. Mindez nem jelenti azt, hogy a monetáris politika irányításában való jegybanki függetlenséget, mint alapelvet kellene feladni vagy megkérdőjelezni. Ezt érvként használva azonban nem lehet elhárítani vitát a monetáris politikai célok esetleges változtatásáról.

A disszertáció a monetáris politikai célokhoz kapcsolódóan foglalkozik a pénzügyi stabilitás ügyével. Általánosan elfogadott az a nézet, hogy a pénzügyi stabilitást a történelem miatt kiemelten szükséges kezelni. A válságot követően jelentősen megújult a pénzügyi stabilitás biztosításában továbbra is vezető szerepet játszó mikroprudenciális felügyelet, de mellette megjelent a pénzügyi rendszer egészének a stabilitását célzó, makroprudenciális védővonal felállításának az igénye is. A kérdés az, hogy ez milyen formában valósuljon meg: a jegybanki döntéshozatalba integráltan vagy attól elkülönülten. A végbement intézményi reform és a kialakult új gyakorlat a két cél elkülönült kezelését eredményezte, amelynek megfelelően az árstabilitási cél a monetáris politika, a pénzügyi stabilitási cél pedig a makroprudenciális politika mandátumaként jelenik meg. Ennek fényében sem jelenthető ki azonban, hogy végleges lenne az egyetértés ebben a felosztásban, illetve hogy a jövőben is ez marad a követendő út a célok együttes elérésére.

A disszertáció másik fő iránya, hogy átfogóan elemzi, hogyan változott a monetáris politika eszközzrendszere a válságot követően. A válság hatására jelentősen átformálódtak, kitágultak a monetáris eszköztár megszokott

keretei. A válság kitörése a jegybankok végső hitelezői szerepét tette próbára, a makrogazdasági következmények pedig az alapvető jegybanki célok elérését veszélyeztették. Ugyanakkor a zéró kamat határt (ZLB)² elérve a monetáris politika hagyományos mozgástere elfogyott. A jegybankok az elmúlt években ezért számos nemkonvencionális eszközt alkalmaztak, név szerint: a mennyiségi lazítást (QE)³, az előretekintő iránymutatást (FG)⁴, a hitellazítást (CE)⁵ és a negatív kamatokat. Ezek eredményességének, kockázatainak a vizsgálata az akadémiai és jegybanki elemzések fókuszába került. A nemkonvencionális eszközök hosszú távra átformálták a monetáris politika kereteit, befolyásolták annak jövőbeli lehetséges pályáját.

A disszertáció harmadik területe az Európai Központi Bank (EKB) válságot követő politikájának az elemzése. A kutatás eredetileg a Magyar Nemzeti Bank válságot követő politikájának vizsgálatára irányult volna, de a cél időközben – a témavezetővel egyeztetve – az EKB-ra módosult. Ennek oka, hogy a kutatás időszaka alatt olyan lényegi irányváltásra került sor az EKB politikájában, amely egyrészt kibővítette a dolgozat már említett, jegybanki eszközökkel kapcsolatos témáját is, másrészt a fentiekben részletezett alapvető kutatási témákhoz az EKB példája sokkal relevánsabb és lényegesebb hozzáadott értéket adott. Az EKB kiterjesztett eszközvásárlási programjára – további eszközök egyidejű alkalmazása mellett – ugyanis évekkel később, más körülmények mellett került sor, mint a többi vezető jegybank hasonló programjaira a pénzügyi válságot követően. Ennek a fáziskésésnek az okai és következményei mellett az

² zero lower bound

³ quantitative easing, a szóhasználat megfelelőségére a dolgozta a későbbiekben visszatér

⁴ forward guidance

⁵ credit easing

euróövezet heterogenitása is sajátossá teszi a téma elemzését. Az euróövezeti divergencia a válságot követően nemcsak egyedi kihívást jelentett a közös európai monetáris politika számára, de a nemkonvencionális eszközök használatának tapasztalatait is bővítette.

A dolgozat felépítése is a fenti tagolást követi, a disszertáció célkitűzésének és a kutatás módszertanának ismertetése után, külön fejezetek foglalkoznak a célokkal és az eszközökkel, illetve az EKB gyakorlatával. Mivel a témák elkülönülése ezt indokolja, az irodalmi áttekintésre nem összevontan egy önálló fejezeten belül, hanem az témákhoz kapcsolódóan, az adott fejezetekbe beépítve kerül sor. A következtetések, javaslatok – a célkitűzéseknek megfelelően – egy fejezetben kerültek összegzésre.

2. A disszertáció célkitűzései

A disszertáció a bevezetésben említett mindhárom területen: i) a monetáris politika céljait, ii) a nemkonvencionális eszközök használatát és iii) az EKB válságot követő jegybanki gyakorlatát illetően tűz ki célokat:

1. Választ keres arra a kérdésre, hogy a válság következtében valóban szükséges-e a monetáris politika céljainak reformja. A célok megújítására tett javaslatok mentén elemzi, hogy a célokról alkotott korábbi konszenzusban miért nem következett be egyelőre lényegi változás, illetve melyek a még nyitott kérdések és várható-e ezek alapján fordulat a területen.

A válság súlyossága, annak elhárítására alkalmazott jegybanki és kormányzati beavatkozás mérete, majd azt követően a reálgazdasági hatások és a konvencionális monetáris politikai eszközök kimerülése voltak azok az okok, amelyek miatt a monetáris politikai célokról kialakult korábbi konszenzust felül kell vizsgálni. Az erről folytatott vita egyik eleme az, hogy hogyan csökkenthető a likviditási csapda ismételt előfordulásának és a zéró kamathatárba ütközésnek jövőbeli esélye. Másik elemként a célok módosítása is felmerül, annak érdekében, hogy a monetáris politika hatékony maradjon a likviditási csapda bekövetkezte esetén is. Azok a kezdeti kritikák, hogy az inflációs célkövetés elhibázott monetáris politikai gyakorlat, viszonylag hamar lecsillapodtak. A fókusz az inflációs cél számszerű változtatására, illetve alternatív célok kijelölésére helyeződött.

Bár eddig, sem az alapvető cél megfogalmazásában, sem az inflációs célértékben nem történt módosulás, még nem tekinthető lezártnak az ügy. Ezért érdemes a felmerült javaslatokat és a körülöttük kialakult vitát elemezni.

2. Feltárja annak a realitását, hogy a pénzügyi stabilitási cél integrálásra kerüljön a monetáris döntéshozatalba. A válságot követően kialakult új irányvonal mellett szóló érvek és kritikák elemzése alapján, felhívja a figyelmet annak hiányosságaira.

Korábban is vita tárgya volt, hogy a monetáris politika hogyan reagáljon az eszközár-buborékokra, illetve a pénzügyi ciklusok alakulására. Az egyik lehetőség a stabilitási cél közvetlen beépítése a jegybanki döntéshozatalba. Ez a piaci folyamatokkal szembemenő ún. „leaning against the wind” politika. Ekkor a jegybank a monetáris politikai döntések során a pénzügyi ciklusokat figyelembe véve – amennyiben a stabilitási cél miatt indokolt – jellemzően a piacok mozgásával ellentétesen avatkozik be. Bár nem övezte azt teljes konszenzus, de a válság előtti gyakorlat inkább az utólagos lépéseket, az esetleges buborékok kipukkadása esetén jelentkező, a monetáris célokat veszélyeztető és/vagy a transzmisszió megfelelő működését akadályozó piaci zavarokat eltüntető ún. „clean up” vagy „mop up” stratégiát preferálta. Ennek során a jegybank a piac megtisztulásához szükséges likviditásbővítéssel kezelte a jelentkező problémákat.

A 2007-2008-as pénzügyi válság azonban ráirányította a figyelmet ennek az utóbbi stratégiának a kockázataira és költségeire. A válságot követően a pénzügyi stabilitás biztosítása egyértelműen prioritást kapott a pénzügypolitika reformja során, ami ezt a vitát is újragerjesztette. A vita mellett a monetáris politika és a pénzügyi stabilitás kapcsolatáról kialakult

új irányvonalat is elemezni szükséges, annak érdekében, hogy megfelelésegeről, hiányosságairól képet lehessen alkotni.

3. Összegeűjti és kategorizálja a jegybankok által alkalmazott nemkonvencionális eszközöket, és javaslatot tesz átfogó definíciójukra.

Már a pénzügyi válság előtt is volt irodalma a ZLB környezetben lehetséges monetáris politikai mozgástér és eszköztár kutatásának. Így nem érte teljesen felkészületlenül a válság a jegybankokat, abban az értelemben, hogy a lehetségesen alkalmazandó eszköztárról és annak feltételezett működéséről létezett elméleti alap, mégha a bevethető eszközök használatára vonatkozóan nem is állt rendelkezésre elegendő tapasztalat. Tulajdonképpen maguk az alkalmazott eszközök nem voltak ismeretlenek a potenciális jegybanki eszköztárban sem. A róluk való jegybanki gondolkodás, alkalmazásuk indoka, használatuk módja a gyakorlatban mutat különbségeket. Esetenként a konvencionális eszközöktől elválasztó határvonal is keskeny az esetükben. Az eszköztár rendszerezése ezért is javasolható.

4. Elemzi az alkalmazott nemkonvencionális eszközök használatával kapcsolatos pro és kontra érveket, továbbá véleményt formál a normalizálódás és az azt követő időszak várható eszközhasználatáról.

Az elmúlt években a legnagyobb figyelem kétségkívül a nemkonvencionális eszközök használatára irányult. Ennek fókuszába elsősorban a hatásosságuk kérdése került az eszközök működésének módjára és azok empirikus igazolására vonatkozóan. Számos kritika fogalmazódott meg mellékhatásaikra és kockázataikra vonatkozóan is. Ezek az eszközök az elmúlt években uralkodóvá váltak a vezető

jegybankok eszköztárában, ráadásul hosszú távra meghatározzák a jegybanki mérlegeket. Ezért a konvencionális eszköztárhoz való visszatérés nem lesz sem egyszerű, sem rövid folyamat. Érdeemes ezért egyrészt a nemkonvencionális eszközökre vonatkozó kritikákat mérlegre tenni és értékelni, másrészt fontos választ találni arra a kérdésre, milyen tartós hatása van a nemkonvencionális eszközök használatának a jegybankok jövőbeli működésére.

5. A disszertáció feltárja azokat a kihívásokat, amelyekkel a válság során és azt követően szembesült az EKB, továbbá az európai mennyiségi lazítás késedelmének okait és következményeit. A várt hatások, a tapasztalatok és az euróövezeti sajátosságok fényében elemzi és értékeli az EKB programját és véleményt mond az azzal szembeni kritikákról.

Az EKB-nak a válságra adott válaszai a kezdetektől eltéréseket mutattak más vezető jegybankokhoz képest. A tagországok közötti, gazdasági és a pénzügyi szektorban lévő különbségek rövidesen divergenciához és a pénzügyi közvetítőrendszer töredezettségéhez vezettek. Ennek következtében az EKB olyan súlyos problémákkal is szembesült, amelyekkel más jegybankok nem találkoztak. Az euróövezeten belüli heterogenitás és divergencia hatással volt az alkalmazott nemkonvencionális eszközök működésére, azok eredményességére, végső soron az EKB programjának sikerességére és kockázataira. Az EKB mennyiségi lazítására a többi vezető jegybankhoz képest jelentős késéssel került végül sor, aminek szintén számos következménye lett. Ezeknek a következményeknek a meghatározása, valamint az EKB-val szemben megfogalmazott kritikáknak a vizsgálata hozzáadott értékkel bír a nemkonvencionális eszközök értékelésében is.

3. A kutatás anyagai és módszerei

A kutatás alapvetően három területről származó információkra támaszkodik. A jegybanki célok és eszközök vizsgálatának alapját széleskörű szakirodalmi feldolgozás adja. Ez magába foglalja a válság előtti konszenzussal foglalkozó írásokat elsősorban akadémiai területről, és a jegybanki véleményeket is. A válságot követően a monetáris politikát ért kihívásokat, annak megújítását, a jegybanki gyakorlat vizsgálatát és kritikáját kétségtelenül a szakma kiemelt figyelme kísérte. Az irodalommerítés széles körből történt, nemzetközi intézmények, jegybankok kutatásai, kiemelt konferenciák anyagai egyaránt feldolgozásra kerültek, annak érdekében, hogy az elmúlt évek kutatásainak legfontosabb irányairól, illetve a szakmai véleményekről minél teljesebb képet tudjon bemutatni a dolgozat. Konceptcionális és empirikus tanulmányok egyaránt jelentős számban születtek a témában. Utóbbiak döntően a pénzügyi stabilitáshoz kapcsolódó és a nemkonvencionális eszközök hatásosságát vizsgálták. Ezek esetében a kutatás a nagyszámú empirikus tanulmányt összefoglalóan elemző írásokra támaszkodik. A nemkonvencionális eszközök használatát, a monetáris politikai gyakorlatot illető kritikák esetében a jegybanki álláspontok is elemzésre kerülnek.

A vezető jegybankok⁶ által 2007-től napjainkig végrehajtott intézkedések áttekintése és vizsgálata adja a második pillért a nemkonvencionális eszközök tárgyalásához és az EKB programjainak elemzéséhez. Ezek jellemzően több intézkedésből álló, időben behatárolható, egymást követő

⁶ Az EKB mellett a Federal Reserve (Fed), a Bank of Japan (BoJ) és a Bank of England (BoE) gyakorlatát tekinti át.

csomagokat takarnak, amelyeket szokás szerint különböző program nevekkel látott el a szakma, illetve a média (mint pl. a QE1, QE2 és QE3 az USA-ban). Az áttekintett intézkedések és programok felsorolását, bemutatását és főbb adatait az *I. számú függelék* tartalmazza. Mindezekkel kapcsolatosan a jegybankok weboldalain elérhető vonatkozó jegybanki anyagok (bejelentések, jegyzőkönyvek, sajtókonferenciák anyagai, a jegybanki eszközök technikai és tartalmi ismertetői, használatukról adott adatközlések, stb.) összegyűjtése és feldolgozása történt meg a kutatás során.

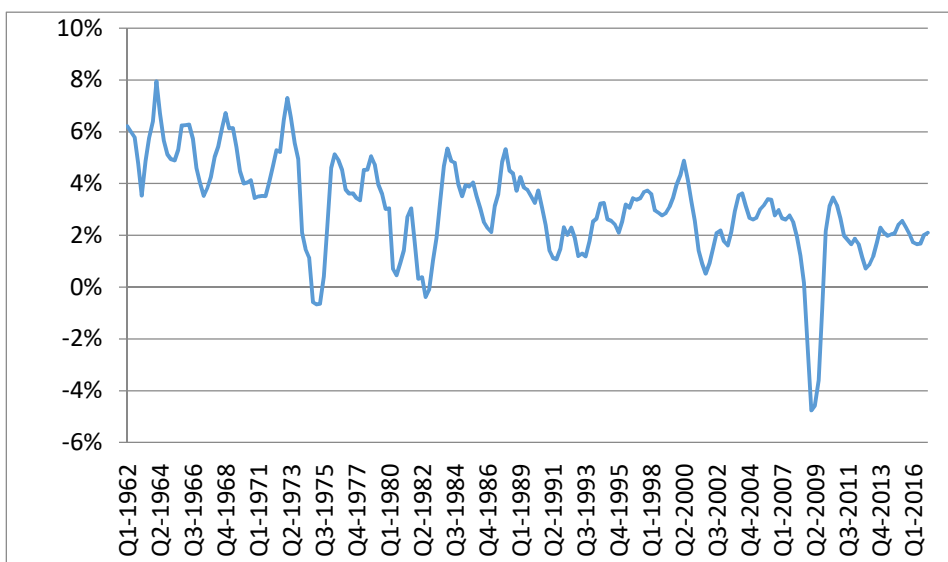
A disszertáció széles körből gyűjt és dolgoz fel monetáris, piaci és gazdasági adatokat, ami az elemzés harmadik bázisát adja. A jegybankok által publikált adatok, ezen belül is kiemelten az EKB adatszolgáltatása adják ennek a magját. Több olyan, főként nemzetközi összehasonlítás célját szolgáló adatsort is bemutat a disszertáció, amelynek összeállításához országonként vagy régióként nemcsak több jegybank, hanem több nemzeti intézmény (pl. statisztikai hivatal, kincstár, stb.) hivatalos adatait is igénybe kellett venni. Ezen kívül szupranacionális szervezetek és adatszolgáltatók (pl., IMF, OECD, Eurostat) által közölt adatok is felhasználásra kerültek. Néhány európai adatsor a hivatalos adatszolgáltató intézményeken kívüli, jellemzően akadémiai területről induló innováció vagy kezdeményezés eredményeképpen áll rendelkezésre,⁷ amelyek közlését idővel részben az EKB is átvett, azok fontossága miatt. A dolgozatban feldolgozott adatok forrása mögött esetenként ilyen egyedi

⁷ Ilyen például az eruőövezet egységes fizetési rendszerének, a TARGET2-nek a tagállamok közötti egyenlegét elemző eurocrisis monitor által publikált vagy az eurórendszeren belüli likviditásnyújtó eszközök megoszlásáról készített Bruegel adatgyűjtés.

adatszolgáltatások is álltak, de meg kell jegyezni, hogy ezen adatok mögött is megbízható eurózónás tagállami adatszolgáltatások vannak. Piaci információkra vonatkozó adatok esetében természetesen előfordul piaci vagy adatszolgáltató cég, illetve piaci szövetség által publikált adat is. A dolgozat célkitűzéseihez kapcsolódóan idősorok elemzésére, grafikonos megjelenítésére, illetve nemzetközi összehasonlítására kerül sor.

4. A monetáris politika céljainak és eszközszerének változása a 2007-2008-as pénzügyi válság következtében

A pénzügyi válság alapvetően rendítette meg a fejlett országok gazdaságait. A Nagy Gazdasági Világválság óta a 2008-2009-ben elszenvedett gazdasági visszaesés a legmélyebb és egyúttal a leghosszabb recessziós időszak (lásd 1. ábra), amelynek az elnevezése (Great Recession) is a múlt századi eseményre utal.



1. ábra Az OECD országok együttes negyedéves GDP növekedésének rátái az előző év azonos időszakához képest, szezonálisan kiigazítva (százalék), forrás: OECD

A következmények – legalábbis az eddig történtek – ismertek. Közel 10 évvel a válság hajnala után ma még nem jelenthető ki, hogy a világ gazdaság a korábbi mederben halad tovább. A fejlett országok kilábalása lassú volt, a növekedési rátájuk továbbra is halovány a korábbi időszakhoz viszonyítva. A folyó fizetési mérlegek globális egyensúlytalansága a válság kitörésének hatására rövid távon csökkent

ugyan, de továbbra is magas szinten áll. Számos ország küzd adósság problémával, 2008 óta GDP arányosan együttesen közel egyharmadnyival nőtt a fejlett országok államadóssága, átlagosan jelenleg meghaladja a GDP-jük 107%-át.⁸

A jegybankok monetáris politikája a válság óta olyan hosszú időn keresztül maradt extrém laza, amire korábban nem volt példa. Ugyanakkor nem kellett az infláció érdemi emelkedésétől tartaniuk. A gazdaság gyengélkedése, a mérlegalkalmazkodás folyamata és a rekord alacsony szintre süllyedt inflációs várakozások mellett sokkal inkább deflációs fenyegetéssel kellett szembenézniük. A sikeres kezdeti, vészhelyzeti válságkezelést követően, a jegybanki figyelem a deflációs nyomás ellensúlyozására és a hitelezés és az elégtelen kereslet élénkítésére összpontosult. Ennek során a különösen laza monetáris kondíciók fenntartását úgy kell értelmeznünk, mint ami túlmutat azon az egyszerű tényen, hogy a jegybankok a hagyományos kamataikat tartották tartósan rekord alacsony szinten. A zéró kamat határt elérve ugyanis, megszokott eszköztárunkkal már nem voltak képesek rá, de a nemkonvencionális eszközök használatával tovább tudtak lazítani a monetáris kondíciókon. Ennek során a jegybanki kamat tartósan zéró közelében maradt (egyes esetekben negatív tartományba süllyedt), miközben a jegybankok mérlege felfúvódott. Ez a monetáris politikai fázis részben még most is tart. A vezető jegybankok közül a normalizálódás – a konvencionális monetáris politikához való visszatérés – hosszú folyamatának megkezdésére jelenleg még csak a Fed esetében beszélhetünk. Egyelőre nem is belátható ennek a

⁸ adatok forrása: IMF

lefutása, azaz hogy a vezető jegybankoknál mennyi időt vesz majd igénybe ez a folyamat és egyáltalán mit is takar pontosan a visszatérés fogalma.

4.1. A monetáris politika céljai

Az elmúlt 10 év jegybanki gyakorlata a monetáris politika alapjait is érintő kérdéseket vetett fel, nem pusztán a különleges időszakban alkalmazott eszközökre és azok következményeire vonatkozóan, hanem arra is, hogy át kell-e formálni a monetáris politikáról vallott gondolkodásunkat. A célokat tekintve ez azt jelentette, hogy miként lehetne a célokon úgy változtatni, hogy alacsony kamat környezetben is hatékony monetáris politikát lehessen folytatni, illetve miként lehetne a hasonló helyzetek kialakulásának az esélyét elkerülni vagy csökkenteni. Felmerül az a kérdés is, hogyan lehet a jövőben a pénzügyi stabilitási célokat hatékonyabban érvényesíteni.

4.1.1. A válság előtti konszenzus

A monetáris politika céljáról és főbb intézményi kérdéseiről a pénzügyi válságot megelőzően kialakult elméleti szintézis fejlődését és monetáris politika szerepére gyakorolt hatását Goodfriend és King (1997), illetve Woodford (2009) foglalták össze.⁹ Ez alapján a monetáris politika számára

⁹ Helyenként új neoklasszikus szintézisnek nevezett, máshol a neoklasszikus szintézis reformált változatának hívott konszenzus alapvetésként elfogadja, hogy az egyes piacokon az egyensúly helyreállása időt vesz igénybe, a rövid távú ingadozásokat dinamikus hosszú távú modellekbe építi be. Mikroökonómiai bázisról építkezik, implikálja a piacok

elsődleges célként az inflációnak a zero közeli, de pozitív szinten való stabilizálása jelölhető meg. Az ebben az értelemben vett árstabilitás biztosításával tudja a monetáris politika a növekedést és a jólétet tartósan támogatni. A monetáris politika képes ugyan az aggregált keresletet befolyásolni, így hatásos gazdaságpolitikai eszköz, de érdemben csak rövid távon képes a kibocsátás-infláció közötti átváltásra. A keresleti oldalon bekövetkező sokkokat a monetáris politika közvetlenül ellensúlyozva, a gazdaságot az optimális kibocsátási szint közelében tudja tartani és egyúttal az árakat is stabilizálni képes. A kínálati oldalon bekövetkező változások esetén pedig a sokkhoz való alkalmazkodást segíti. A szintézis által javasolt monetáris politika tehát csak ebben a szűk értelemben aktivista, a célja a fentieknek megfelelően szigorúan korlátozott, az árstabilitás biztosítása mellett a kibocsátás volatilitásának csökkentése lehet.

A monetáris politika céljának a közgazdasági elméleti értelemben vett fenti definiálásán túl a gazdaságpolitika számára legalább ilyen fontos ennek a gyakorlatra, illetve az intézményrendszerre vonatkozó következménye. A jegybankok működésére vonatkozóan kialakult konszenzust többek között Mishkin (2011), illetve Stark (2010) elemezték. Összhangban az elmélettel, az inflációs cél teljesüléséhez a várakozások alakulása kiemelt fontosságot kap, ezért a jegybankok hitelességének elérése és megtartása kritikus eleme a modern monetáris politikának. Ez több következménnyel is járt: a monetáris politika alapvetően szabálykövető, amelyben a diszkréció lehetősége korlátozott, független és széleskörű transzparencián alapuló

súrlódását, a racionális várakozásokat és a szereplők intertemporális döntéseit. A modellek alapfeltétele az ökonometria megalapozottság.

jegybanki működés vált uralkodóvá, amely erőteljesen épít a makromodellek használatára.

A monetáris politika intézményi fejlődése a 2000-es évekre az inflációs célkövetést tette vezető rezsimmé. Nem minden vezető jegybank jelölt meg explicit, számszerű nominális horgonyt vagy alkalmazta kizárólag az inflációs célkövetést. A mögöttes okok mögött egyrészt az inflációs célkövetésről folytatott viták jelölhetők meg. Az explicit cél megjelölését ellenzők kritikáit Kuttner-Posen (2011) foglalta össze. Az ellenvélemények alapvetően a rezsím rigiditását emelték ki, miszerint a számszerű cél korlátozza a jegybankot a sokkok hatékony kezelésében, növeli a kibocsátás volatilitását. Explicit számszerű cél esetében a hitelesség veszélybe kerülhet, ha egy erőteljes sokkra reagáló jegybanki lépés hatására az infláció átmenetileg a cél fölé kerülne. Ezért ilyenkor a jegybanki politika túl korai felkeményedésével kell számolni. Ezzel szemben egy kellően hiteles jegybank explicit számszerű cél nélkül is képes az inflációt alacsonyan tartani, miközben a sokkok kezelése során nem szembesül a fenti problémával.

A Fed egészen 2012 elejéig nem is jelölt meg explicit számszerű inflációs célt. Ennek ellenére Greenspan vezetésével a Fed hosszú időn keresztül¹⁰ sikeresen tartotta féken az inflációt, amelyben – többek között – Goodfriend (2004) értékelése szerint a jegybankelnök személye és az általa fémjelzett monetáris politika garantálta a hitelességet. Az IT rezsímhez hasonlatosan, a Fed széleskörű makroadatokra épülő elemzés alapján, az infláció emelkedését előretekintő, megelőző intézkedésekkel akadályozta meg.

¹⁰ Alan Greenspan 1987-től 2006 elejéig volt a Fed elnöke.

Bár rendelkezik explicit céllal, szigorú definíció szerint az EKB monetáris politikája sem inflációs célkövető. Az EKB volt vezető közgazdásza Issing (2009a) alapvetően két okot említ meg magyarázatul. Egyrészt a tagállamok heterogenitása miatt az inflációs célkövetés által megkívánt, az egész eurövezetre érvényes inflációs előrejelző makromodell nem létezik. Másrészt az EKB (a német minta hatására) az inflációt rövid-közép távon meghatározó makrogazdasági elemzés mellett figyelembe veszi a monetáris aggregátumok alakulását is. Mivel utóbbiak kapcsolata az infláció hosszú távú alakulásával tényszerűnek tekinthető, ezért az EKB monetáris politikájának másik pillérét képezi.

A gyakorlatban a rezsimek ugyan eltérőek voltak, de konvergáltak. Kimondható, hogy összhangban az elmélettel, a gyakorlatban a rugalmas inflációs célkövetés valamilyen (explicit vagy implicit) formája volt a jellemző a fejlett jegybankok körében. Ha explicit célt nem is határoztak meg, általános egyetértés mutatkozott az árstabilitás számszerű értelmezésében is: 2 százalékos inflációs célt tűzve ki hosszú távú felső limitként.¹¹ Ez a célérték magában foglalta azt, hogy egyrészt az infláció mérésére használt mutatók a tényleges inflációt kissé felülbecslik, másrészt megfelelőnek tűnt abból a szempontból is, hogy kellő puffert jelentsen a monetáris politika számára a deflációs veszély elhárítására. Az előbbi kapcsán 1 százalék körüli fogyasztói árindexszel mért infláció tekinthető árstabilitásnak (Billi és Kahn, 2008). Az utóbbi tekintetében pedig az a kérdés, hogy a különböző célértékek esetén milyen gyakran, mértékben és hosszán ütközik a monetáris politika a ZLB korlátaiba. Erre vonatkozóan széles körben elfogadott volt Reifschneider és Williams (2000)

¹¹ A BoJ korábban 0-2% közötti sávban, 1%-os célértéket határozott meg.

tanulmánya, amely szerint 1% és az alatti inflációs cél esetében tűnt csak a ZLB korlát jelentősnek.

4.1.2. Javaslatok a monetáris politikai célok újrafogalmazására

A monetáris politikai célokról a válságot követően fellángoló vita alapjául a stabilitási kérdésen kívül még két tényező jelölhető meg. Egyrészt el kellene kerülni, illetve csökkenteni kellene annak esélyét, hogy a monetáris politika a ZLB jelentette likviditási csapda helyzetébe kerüljön. Másrészt a célok újragondolása sem lehetetlen abból a szempontból, hogy a monetáris politika hatékony gazdaságpolitikai eszköz legyen a likviditási csapda esetén is.

4.1.2.1. Az inflációs célérték emelése

A célokat illetően az egyik felmerült lehetőség az árstabilitási cél számszerű értékének a módosítása. Annak emelése a monetáris politika mozgásterét tágítja, mivel a lazítás, az előretekintő reálkamat lefele mozgatása előtt nagyobb lehetőséget biztosít a jegybank számára. Kérdés, hogy ezzel mennyiben csökkenthető a ZLB határba ütközés valószínűsége. Az empirikus elemzések érzékenyek a bemenő paraméterekre, mint például a vizsgált időszakra, a feltételezett hosszú távú reálkamatláb értékére, illetve a döntéshozatali szabályra. Williams (2009) rámutatott arra, hogy 2

százalékos inflációs cél esetén a korábbi feltételezésektől¹² eltérően nagyobb gyakorisággal ütközhet a monetáris politika a zero kamat határba, aminek makrogazdasági költségeként a kibocsátás nagyobb volatilitásával és a súlyosabb gazdasági visszaesések nagyobb gyakoriságával kell számolni. A jelenlegi válság pedig visszaigazolta, hogy a ZLB a korábban feltételezettekénél jóval hosszabb időtávra jelenthet korlátot, a visszaesés súlyos lehet, a deflációs fenyegetés tartósan fennállhat.

Blanchard et al. (2010) ezért vetették fel,¹³ hogy az inflációs cél 4 százalékra emelése nem jár-e ezért több haszonnal, mint a magasabb infláció miatti költsége. Az inflációs cél emelésével ugyanis csökkenthető lenne a súlyos visszaeséssel járó periódusok előfordulásának gyakorisága. Krugman (2014) arra is felhívta a figyelmet, hogy az eurózónában az adósságproblémával küszködő országok fizetési mérlegük kiigazítása érdekében jelentős belső leértékelésre kényszerülnek, amely tartós depressziót okoz ezen országokban. A jelenlegi inflációs cél mellett ez elhúzódó folyamat lesz, amely tartósan negatív hatással lesz nemcsak a kiigazításra kényszerülő országok, de a teljes eurózóna gazdaságára. Magasabb inflációs cél mellett viszont a kiigazítás most és esetleges jövőbeli esetekben is gyorsabb és könnyebb lehetne: vagyis az egész eurózóna gazdaságára simító hatású lenne egy magasabb, 3-4 százalékos inflációs cél.

Az inflációs cél emelésének kérdése azonban megosztotta a közgazdászokat. A 4 százalékos inflációs cél nem nevezhető

¹² A már említett, általánosan elfogadott Reifschneider és Williams (2000) tanulmányban megfogalmazottakhoz képest.

¹³ Az IMF 2010-es, a makrogazdasági politika átgondolásának témájában tartott (első ilyen témájú) konferencián bemutatva ezt.

árstabilitásnak, tehát még jól horgonyzott várakozások mellett is számolni kell olyan elháríthatatlan költségek emelkedésével, mint például a relatív árak torzulásából eredő vagy a pénzkészletek értékvesztéséből származó veszteség növekedésével. Többek között Mishkin (2011) abban látja a legnagyobb veszélyt, hogy az inflációs cél emelését követően a várakozások lehorgonyzása nehezebbé válik, így az infláció féken tartása is költségesebb lesz. Woodford¹⁴ arra hívja fel a figyelmet, hogy az inflációs cél emelésének – a már említett bemeneti paraméterektől függően – meglehetősen bizonytalan stabilitási eredményei helyett inkább a döntési szabály¹⁵ módosítása lehet a megfelelőbb irány.

4.1.2.2. A döntési szabály módosítása

Ez azonban még kényesebb terület, mint az inflációs célérték módosítása. A monetáris döntéshozatal szabályszerűsége általános konszenzuson alapul. Ez nem egy konkrét szabály szolgáiban mechanikus követését jelenti. A szabály a döntéshozatal számára információs elemet, a gazdasági szereplők számára egyfajta értelmezési támpontot nyújt a monetáris politika aktuális helyzetéről. Mivel a várakozások formálása kritikus fontosságú a monetáris politika eredményessége szempontjából, így a jegybankárok diszkréciója, azaz a szabálytól való eltérés lehetősége a

¹⁴ Williams már említett tanulmányához fűzött megjegyzésében, lásd Williams (2009) 38-45. oldal.

¹⁵ A klasszikus döntési szabályra, a leginkább ismert formában a Taylor-szabály a példa, ami az inflációnak a célértéktől való eltérése és a kibocsátási rés függvényében határozza meg az alkalmazandó jegybanki kamatlábat.

hitelesség megtartása érdekében korlátozott. Éppen ezért, a várakozások formálásában játszott szerepe miatt, a szabálynak egyszerűnek és stabilnak kell lennie. A felmerülő alternatív szabályoknak egyszerre kell megfelelniük mindezeknek a kritériumoknak és azoknak a már említett elvárásoknak, miszerint csökkentsék a ZLB jelentette csapdahelyzet kialakulásának valószínűségét, és – ZLB fennállása esetén – egyúttal a gazdasági növekedés figyelembevételére az inflációs célkitűzés kereteinél tágabb lehetőséget biztosítsanak. Nem szabad elfelejteni közben azt sem, hogy a monetáris politika hosszú távon nem képes a gazdasági növekedést befolyásolni.

Mindezek fényében a múltfüggő stratégiák merültek fel javaslatként a lehetséges alternatív szabályok megfogalmazására. Az inflációs célkövetés keretrendszere a jövőben előremutató, vagyis a jegybanki politikát az infláció várható alakulását előrejelző makromodellek és ismeretek tükrében határozza meg. Ezzel szemben a múltfüggő szabályok figyelembe veszik azt is, hogy az infláció jelen és közelmúltbeli alakulása milyen mértékben tért el a céloktól.

Az egyik ilyen lehetséges szabály az árszint cél, amely az inflációs célt dinamikusan határozza meg. Példaként, a 2 százalékos inflációs cél az árszint cél keretében egy hosszú távú (hosszú táv átlagában elérendő) referencia cél. Ez azt jelenti, hogy egy olyan sokk esetén, mint amelyet a mostani válság eredményezett, amikor is egy deflációs vagy defláció közeli periódust él át a gazdaság, az árszint cél a jegybanktól egy átmenetileg magasabb inflációs időszak elérését követeli meg. Mindaddig az átlagos cél feletti infláció engedhető meg, amíg a gyorsabb emelkedés révén vissza nem tér az árszínvonal a 2 százalékos hosszú távú inflációs trendnek megfelelő értékéhez.

Egy ilyen szabály lényegesen nagyobb mozgásteret biztosít a monetáris politikának a ZLB időszakban, mivel nem fogja túl korán korlátozni az infláció emelkedése. A jegybank ugyanis a növekvő infláció ellenére átmenetileg hosszabb ideig tudja fenntartani a laza monetáris politikai kereteket. Ez pedig a várakozási csatornán keresztül növeli az ilyenkor alkalmazott eszközök hatásosságát és épp ebből adódóan gyorsabb kilábalást is tesz lehetővé a defláció fenyegette helyzetből. Svensson (1999) és Bank of Canada (2011) a rezsim elvi előnyeiként említik, hogy hosszú távon az inflációt is képes jobban kiegyensúlyozni, mint az IT.

A ZLB periódusokban élvezett előny mellett azonban kérdéses, hogy egy ilyen szabály az inflációs várakozásokat mennyiben tudja rögzíteni a gyakorlatban. A szabály alkalmazása rövid távon az infláció volatilisabb alakulását engedi, amely egyrészt ellentmond az eredeti makrocél, a ciklusok tompításából fakadó előnyök kihasználásának, másrészt az inflációs várakozások alakulását is bizonytalanabbá teszi. Márpedig utóbbiak szilárd rögzítése az árak stabilan tartásának a kulcsa. Negatív kínálati sokkok esetén ugyanakkor a rezsim hátrányai egyértelműek. A szabály ekkor az inflációs célkövetéshez képest erőteljesebb szigorítást kívánna meg, nagyobb makrogazdasági veszteséget eredményezve. Általában problémát okozna az is, hogy egy jelentősebb inflációs sokk esetén milyen ütemű legyen a hosszú távú inflációs trendhez való visszatérés. Nyilván komoly akadályokba ütközne, ha egy ilyen inflációs sokkot követően a jegybank átmenetileg akár negatív vagy tartósabban zéró inflációs érték elérését tűzné ki annak érdekében, hogy az árszint visszatérjen a célértékhez.

Részben kiküszöbölné a hátrányokat egy másik múltfüggő szabály, a nominális GDP szintjére vonatkozó dinamikus cél¹⁶. Ennek lényege, hogy a gazdaság hosszú távú növekedési pályájához¹⁷ és egy alacsony inflációs értékhez tartozó nominális GDP szinttől való eltérés lenne irányadó a monetáris politikai döntéshozatalhoz. Amennyiben a növekedés hatására a nominális GDP szintje meghaladja a potenciális pályához tartozó értéket, akkor a monetáris politika szigorú marad mindaddig, amíg ez a túlfűtöttség fennáll. A benchmark alatti érték esetén pont fordított lesz a helyzet.

Hasonlóan a korábban tárgyalt múltfüggő szabályhoz, a ZLB csapdahelyzetből való kilábalás során sem korlátozza a jegybankot az infláció célérték fölé emelkedése, azaz hitelességvesztés nélkül fenn tudja tartani a laza kondíciókat a gazdaság magára találásáig. Szemben az árszint célkövetéssel, itt nem merül fel a kínálati sokk okozta paradoxon, mivel az infláció és a GDP ellentétes alakulása miatt a jegybanknak nincs szigorítási kényszere, vagy nem szorulna kivételszabály¹⁸ alkalmazására.

Ugyanakkor számos ellenérvet lehet felhozni a nominális GDP szabály alkalmazása ellen. Elsőként itt is a várakozások lehorgonyzásának bizonytalanabbá válását kell megemlíteni. A HM Treasury (2013) tanulmánya ennek több okát is említi. Egyrészt a szabály explicit nem mond semmit külön-külön az infláció és a növekedés számszerű értékéről. Mivel a nominális GDP alakulása a reál GDP-től és az inflációtól függ, a kettő közötti megoszlás egy adott időszakban a szabályon belül bármilyen

¹⁶ Nominal GDP vagy Nominal GDP path targeting

¹⁷ Fejlett gazdaságban, normális körülmények esetében ez a hosszú távú egyensúlyi (steady state) növekedésnek megfelelő

¹⁸ az ún. „escape clause”-ra, azaz a szabálytól való eltérést jelentő kivételtételre és ennek magyarázatára

lehet, vagyis időről időre ingadozhat. Másrészt a nominális GDP alakulása nem a gazdaság szereplői által megszokott „headline” fogyasztói inflációs adattól, hanem a GDP deflátor értékétől függ, amelyek lényegesen különböző mutatók, még ha értékük alakulása jellemzően azonos irányú is. Mindezek a várakozások alakulásának bizonytalanságát eredményezik. További problémát jelent, hogy a GDP adatok időben később, kisebb gyakorisággal és nagyobb pontatlansággal állnak csak rendelkezésre, mint az inflációs számok, így követésük is nehezebb és a monetáris politika reakcióidejét még inkább növelik, azaz hosszabb belső késéssel kell számolni. Csermely-Tóth (2013) kiemelik, hogy a potenciális kibocsátás becslése önmagában is pontatlanabb, így ennek megjelenése közvetlenül a célváltozóban, további bizonytalanságot teremt. Az egyensúlyi növekedés téves becslése a tévedés irányától függően az indokoltnál lazább vagy szigorúbb monetáris politikához és ennek megfelelően a hosszú távú infláció túlfűtéséhez vagy túl alacsony értékéhez, ZLB kockázathoz vezet. Ezt tovább súlyosbíthatja az, ha tartós kínálati sokk következtében a hosszú távú növekedési ütem változna, hiszen ekkor a nominális GDP-re vonatkozó célérték változtatására kényszerülne a jegybank, vagy ennek hiányában a benchmark inflációs érték módosulna automatikusan. Például ha egy ilyen sokk következtében a potenciális növekedési ütem lelassul, akkor a szabály módosítása nélkül az implicit inflációs érték azonos mértékben növekedne.

Az IMF (2013) tanulmánya a múltfüggő stratégiákkal szemben, az előretekintő iránymutatást tartja ígéretesebbnek, amely a laza monetáris politika tartós fenntartását, illetve ahhoz való jegybanki elköteleződést egy adott időtávhoz vagy valamilyen reálgazdasági küszöbérték (például munkanélküliségi ráta) eléréséhez köti, ezáltal vezérli a várakozásokat. Woodford (2013a) rámutat ugyanakkor arra, hogy a megfelelő múltfüggő

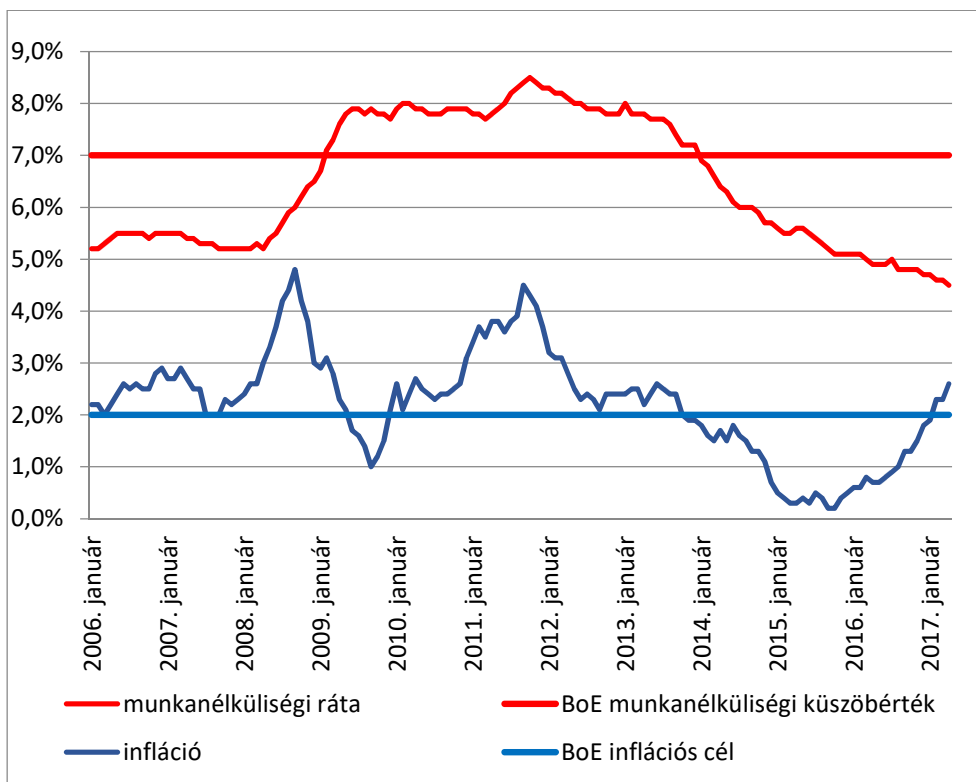
stratégia (nominális GDP szint célzás) egyrészt nem ellentmondásos a középtávú inflációs céllal, másrészt pedig nem igényel jelentős változtatást a jegybankok válságot követő, jelenlegi stratégiájához képest. Véleménye szerint az inflációs cél megtartása mellett a nominális GDP szabály alkalmazása a jegybank rövid távú döntéseinek hitelesebb és hatékonyabb alátámasztását adná, mint az előretekintő iránymutatásnak az a gyakorlata, ami ad-hoc módon egy reálgazdasági küszöbértékhez köti a jegybanki kamatpolitikát.¹⁹ Az előbbi stratégiát konzisztensebbnek is tartja az inflációs célkövetéssel.

Ténylegesen valós lehet a jegybankok számára a hitelességük romlásának veszélye, ha egy számukra hosszú távon nem befolyásolható reálgazdasági változóhoz kötik a monetáris politika aktuális alakulását. Ilyen értelemben a Fed számára a normalizálódási folyamat 2014-es bejelentését követő helyzetet akár csapdahelyzetként is lehet értékelni. Az általa a 2012-ben referenciaértékként megjelölt reálgazdasági küszöbérték (munkanélküliségi ráta: 5,2-6%) felülről lefelé történő elérése, sőt meghaladása ellenére a jegybanki politika továbbra is extrém laza maradt egészen 2016 végéig. Ennek okai a deflációs veszély és egy korai kamatemelésnek a pénzügyi stabilitásra gyakorolt negatív hatásától való félelem voltak. A munkanélküliségre vonatkozó referencia küszöbértéket ráadásul még lefele módosította is a Fed.

Hasonló cipőben jár a BoE is, amely a laza kondíciók fenntartását szintén a munkanélküliségi ráta meghatározott értékéhez kötötte, de az érték meghaladása ellenére fenntartotta a laza kondíciókat. Sőt a Brexit-ről való szavazást követően további mennyiségi lazítást kezdett, miközben

¹⁹ Az előretekintő iránymutatással részletesen az eszközöknél foglalkozik a disszertáció.

történelmileg alacsonynak minősítette a munkanélküliség értékét, miközben az infláció a célérték és a FG során megadott maximális túllövés értéke (2,5%) fölé is került (lásd 2. ábra).



2. ábra: A munkanélküliség és az infláció alakulása a BoE előretekintő iránymutatásában megadott küszöbértékhez, illetve célhoz képest (százalék), forrás: UK Office for National Statistics, BoE

4.1.2.3. A célok módosításának perspektívája

Az inflációs célérték módosítása, illetve a rezsim lehetséges módosítása vagy finomítása körüli vita során is visszatérő érv, hogy az inflációs

várákozásokat továbbra is horgonyzottan kell tartani, tekintettel az infláció emelkedésének kockázatára, illetve annak költségeire. Más oldalról nézve viszont a nem kellően támogató monetáris politikának is lehetnek társadalmi költségei. Blanchard et al. (2015) azt találták, hogy recessziót követően, a növekedési ütem a vizsgált esetek nagy részében lassult le, illetve maradt a kibocsátás tartósan a potenciális szint alatt, ahol a recessziót keresleti tényezők is okozhatták. Rámutatnak arra, hogy amennyiben az ún. hiszterézis jelensége fennáll (vagyis az, hogy ciklikus tényezők is befolyással vannak a potenciális növekedés ütemére), akkor a válságot követően (és általában a keresleti sokkok esetén) a monetáris politikának a korábbinál nagyobb súllyal kell a növekedésre figyelemmel lennie. Erőteljes jegybanki lépésekkel megakadályozható a potenciális növekedési ütem lelassulása és az ebből eredő veszteségek jelentkezése.

Más magyarázatok eltérő indikációt eredményeznek a monetáris politikára. A 2007-2008-as pénzügyi válságot követően, a növekedési ütemnek (különösen az euróövezetben megfigyelhető) tartós elmaradása a korábbi időszakhoz képest, felélesztette a vitát a mögöttes okokról. A lehetséges magyarázatokat Csontos és Szalai (2015) gyűjtötték össze. A tartós stagnálás (secular stagnation) hipotézise szerint már a válság előtt lelassult a növekedési ütem, amely reálgazdasági okokkal magyarázható. Ebben az esetben, a potenciális kibocsátást a korábbi növekedési ütem alapján felülbecslő, ezért tartósan laza monetáris politika újabb eszközár-buborék kialakulásához, illetve az infláció emelkedéséhez vezethet. A növekedés lassulása magyarázható a pénzügyi ciklus alakulásával, több szektor együttes mérlegalkalmazkodásával is. Ez esetben a támogató monetáris politika megkönnyítheti ugyan a mérlegalkalmazkodás folyamatát, de a hangsúly azonban a mérlegek megtisztítását elősegítő szabályozási és fiskális lépéseken van. Utóbbi mellett érvelve, Borio (2017) felhívja a

figyelmet a túl hosszú ideig laza monetáris politika stabilitási veszélyeire is. Lehmann et al. (2017) az okokat firtató kérdés tétjét a monetáris politikára nézve abban látják, hogy nemcsak az infláció kockázatát, hanem a döntéshozatal során a tartós növekedésre gyakorolt esetleges fenti negatív hatást is mérlegelni kell. A magyarázattól függetlenül, a növekedés lassulásának, a semleges reálkamat és az infláció csökkenésének megfigyelhető folyamata egyelőre tartósnak bizonyult, ami miatt az alacsony kamatkörnyezet tartós fennmaradására lehet számítani.

Összefoglalva megállapítható, hogy az alternatív célokról szóló viták újraéledését alapvetően a ZLB tapasztalatai generálták. Az explicit vagy implicit inflációs célkövetést folytató vezető jegybankokat az általuk alkalmazott monetáris politikai keretrendszer és hitelességvesztés elkerülésére való törekvés korlátozta a válság következményeinek hatékonyabb kezelésében.²⁰ A körülmények a tartós lazítás fenntartását követelték és követelik meg még napjainkban is, miközben az inflációs várakozásokat a monetáris rezsim és ennek alapvető eleme, vagyis az alacsony infláció melletti jegybanki elköteleződés is, alacsonyan tartja.

Mindeközben nagy a nyomás a jegybankokon, hogy minél erőteljesebben járuljanak hozzá a növekedési kilátások javulásához. A múltfüggő alternatív célok valóban segítenék a jegybankokat abban, hogy hatásosabb monetáris politikát folytassanak ZLB környezetben. Az előnyeiket és hátrányaikat mérlegelve, ezek a célok ebben a helyzetben rugalmasabb monetáris politikai kereteket nyújtanának, mint az inflációs célkövetés.

²⁰ A helyzetet tulajdonképpen egy paradoxon jellemezte: a hiteles jegybank esetén a piac hisz abban, hogy a kereteknek megfelelően a jegybank kamatot emel, ha az infláció megjelenik, miközben a jegybank érdeke az lenne, hogy higgyék azt, hogy erre egyhamar még nem kerül sor.

Ugyanakkor a múltfüggő stratégiák legnagyobb gyengesége, hogy bizonytalanok a várakozások formálásának eredményességét illetően, azaz éppen abban, amelyben a jelenlegi rezsím kifejezetten sikeres volt, mivel az inflációs várakozásokat tartósan alacsonyan horgonyozta le.

Mivel sem az elmélet nem egyértelmű abban, hogy az alternatív célok hosszú távon jobban teljesítenének a jelenlegi vezető rezsimmél, sem kellő gyakorlati tapasztalat nem áll rendelkezésre, így a jegybankárok nem nyitottak ilyen irányú váltásra. A Bank of Canada (2011) az árszint célkövetéssel kapcsolatban arra a megállapításra jutott, hogy a hosszú távú árstabilitást és rövid távú makrostabilitást tekintve az inflációs célkövetéssel szemben potenciálisan ugyan lehet haszna a rezsímváltásnak, de a kockázatok, amelyek a várakozásokra gyakorolt hatás bizonytalanságából és az esetleges jegybanki hitelesség vesztésből erednének túl magasak a várható előnyökhöz képest.

Még egy érvet lehet továbbá megemlíteni az inflációs célkövetés mellett. Az árstabilitás értelmezéséből, a pozitív inflációs célértékből az is következik, hogy a rezsím a működési elvéből adódóan és a várakozásokra gyakorolt hatásán keresztül is eredményesen lép fel a deflációs spirál kialakulása ellen, ezáltal a válság talán legfenyegetőbb következménye ellen hatékony.

4.2. A pénzügyi stabilitási és a monetáris politikai cél összehangolásának lehetőségei

A 2007-2008-as válságot megelőzően, a pénzügyi stabilitási kérdéseken belül az volt a jellemző, hogy a szabályozás mikroprudenciális fókuszú volt, azaz célkeresztjében alapvetően az egyedi intézmények álltak, miközben a pénzügyi rendszer egészének stabilitása nem kapott kellő figyelmet. Széles körben elfogadott volt, hogy egy árstabilitásra törekvő monetáris rezsim, egyúttal a pénzügyi stabilitást is előmozdítja. Mindez a gyakorlatban azt jelentette, hogy a pénzügyi stabilitási cél, az árstabilitási cél elsődlegessége mellett, csupán implicite létezett a jegybanki gondolkodásban. Ráadásul, szűkebb értelmezésben, a bankközi piacok befagyásához kapcsolódó végső hitelezői szerepkörhöz (LoLR)²¹ volt rendelve (Blot et al., 2015).

A pénzügyi instabilitáshoz vezető eszközár-buborékok jegybankok általi megítélése többségében a Greenspan-éra alatt kialakult, amerikai szemléletet tükröző, ún. Jackson Hole konszenzuson²² alapult. Eszerint az eszközárak alakulása ugyan fontos indikátor a jegybankok számára, de a piaci folyamatokba csak abban az esetben avatkoznak be, ha azok az inflációs célt érintik. A jegybankok alapvetően nem célozták a buborékok leeresztését, hanem a „clean up” politika jegyében utólag, annak kipukkadása esetén kezelték a piaci zavarokat. Ennek során kellő likviditást

²¹ lender of last resort

²² Az elnevezés a kansasi Fed által a wyomingi Jackson-ban évente szervezett nagy presztízsű jegybanki konferenciából ered, amely jellemzően egy-egy aktuális monetáris politikai téma köré szerveződik, az ott kialakuló konszenzus pedig egyfajta zsinórmértékként jelenik meg a monetáris politikában.

biztosító lépésekkel megakadályozták, illetve csökkentették a pénzügyi instabilitás tovaterjedő, negatív makrogazdasági hatásait.

A jegybankok feladata tehát elsősorban az eszközár-buborékok kipukkanása utáni rendcsinálásra korlátozódott. A pénzügyi válság előtt ennek az elvnek a helytállóságát a tapasztalat is alátámasztotta. Az LTCM²³ bukása vagy a „dotcom” válság²⁴ során például a piaci likviditás helyreállítása ugyan nem volt zökkenőmentes, de érdemi makrogazdasági következményei nem voltak ezeknek az eseteknek. A konszenzus tartósságában szerepet játszott tehát az is, hogy az árstabilitás fenntartásában, a ciklusok tompításában sikeres volt a monetáris politika, miközben úgy tűnt, hogy a pénzügyi zavarok ilyen módon való kezelése nem veszélyezteti a monetáris politika alapvető céljait.

4.2.1. A válságot követő vita főbb irányai

A közelmúlt tapasztalatai azonban rámutattak ennek a nézetnek a hiányosságaira. A 2007-2008-as válságot megelőzően a pénzügyi instabilitás ugyanis a monetáris politikai célok teljesülése ellenére, árstabilitás időszakában alakult ki és nem várt mértékű következményekkel járt. Ez utóbbi alatt nemcsak azt kell érteni, hogy a piac megtisztulásához rendkívüli mértékben és korábban nem felételezett

²³ Long Term Capital Management, híres-hírhedt alapkezelő az USA-ban, az általa kezelt hedge fund 1998-as összeomlása korábban nem látott turbulenciákat okozott a fejlett tőkepiacokon, amely a Fed intervencióját is kiváltotta.

²⁴ Az internetes és kapcsolódó információ-kommunikációs szektor cégeit érintő tőkepiaci buborék, aminek 2001-ben történt kipukkadása erőteljes jegybanki lépéseket igényelt.

kockázátvállalás mellett kellett a jegybanki végső hitelezői szerepkört alkalmazni. A válság makrogazdasági hatásai is kiemelkedően súlyosak voltak, azaz a stabilitási problémák a jegybanki célok teljesülését is lényegileg érintették.

A válság után heves viták bontakoztak ki arról, hogy a pénzügyi instabilitás kialakulásában mennyiben játszottak szerepet a jegybankok és mit tehetek volna annak megelőzése érdekében. Többek között Yellen (2014) is kiemeli, hogy a monetáris hatóságok nem ismerték fel a válságot megelőzően felépülő pénzügyi egyensúlytalanság mértékét és azt, hogy ennek milyen súlyos makrogazdasági következményei lesznek. Nyilvánvalóvá vált emiatt, hogy az árstabilitás biztosítása nem elégséges a túlzott pénzügyi instabilitás elkerüléséhez, és a pénzügyi instabilitással ex-post foglalkozó „clean-up” stratégia nem elegendő annak kezeléséhez. Átgondolásra szorul ezért, hogy a jövőben a monetáris politika és a pénzügyi stabilitási célok hogyan hangolhatók jobban össze. Ennek formáját és mértékét illetően azonban nincs egyetértés.

Azok a kezdeti kritikák, amelyek az inflációs célkövetési rezsimet nevezték meg hibás monetáris politikai gyakorlatként, viszonylag hamar háttérbe szorultak. Gerlach (2013) két irányba sorolja a kritikákat.

A kritikák egyik vonulata szerint a válságot megelőzően a gazdasági ciklus és az infláció stabilitása mellett a monetáris politika tétlen maradt a jelentős hitelkiáramlás révén végbement eszközár-buborék kialakulásával szemben. A válság kialakulásában a jegybanki politika szerepét firtatva, Hofmann és Bogdanova (2012) rámutattak arra, hogy a válságot megelőzően a fejlett országokban (és globálisan is) a monetáris kondíciók a Taylor-szabály által indokoltnál lazábbak voltak. Megoszlanak a

vélemények arról, hogy ez mennyire volt indokolt, illetve, hogy hozzájárult-e ez a pénzügyi egyensúlytalanság kialakulásához.

Abban viszont egyetértés van, hogy az alacsony kamatok önmagukban nem magyarázzák a pénzügyi szektor kockázatkezelésének hibáit, sem a pénzügyi felügyelet gyengeségeit, sem pedig nemzetközi fizetési mérlegekben kialakuló globális egyensúlytalanságot.²⁵ A Larosière csoport jelentése (de Larosière Group, 2009) a válságot előidéző okokat taglalva kiemeli, hogy a globális fizetési mérleg egyensúlytalanság által biztosított bőséges likviditás és az alacsony kamatok jelentették a legfontosabb tényezőt a válság kialakulásában, de ennek hatását a pénzügyi innovációk nagyították fel és sokszorozták meg, a kockázatkezelés gyengesége és a pénzügyi felügyelet hiányosságai mellett.

A kritikák másik irányvonala a válság utáni monetáris politikára irányul. Ezek szerint az IT rezsím kevésbé hatékony a válság súlyos reálgazdasági hatásaival szemben, ezért más rezsímet kell keresni. Ez utóbbi kérdéssel, a lehetséges alternatívákkal a korábbi fejezetben foglalkozott részletesen az értekezés. Mindezek alapján, a kritikákra adott reakciókat összefoglalva, az IT rezsímet temető kezdeti felvetésekkel szemben Reichlin, L. és Baldwin (2013) megállapítják,²⁶ hogy azokkal épp ellenkezőleg, konszenzus látszik kialakulni abban, hogy a rugalmas inflációs célkövetés nemcsak továbbra is alkalmazandó rezsím, hanem kulcsszerepe van abban, hogy a válságot követően alkalmazott nemkonvencionális eszközök

²⁵ Épp fordítva, Bernanke (2005) már a válság előtt felhívta a figyelmet a globális egyensúlytalanság következtében beáramló megtakarítások szerepére az alacsony kamatok kialakulásában.

²⁶ Az általuk szerkesztett tanulmánykötetben, a témában prominens szerzőktől született írások alapján levonva ezt a következtetést.

kockázatait ellensúlyozni lehessen. Woodford (2013b) cikkének címe – amelyben az IT rezsím finomhangolása és további alkalmazása mellett érvel – találóan fejezi ki az IT rezsimmal kapcsolatosan kialakult többségi álláspontot és jegybanki megközelítést: „nem kidobni, hanem javítani kell az inflációs célkövetést”.²⁷

Rövidesen a szakmai figyelem is nagyobb hangsúllyal a pénzügyi instabilitás elleni ex-ante fellépésre, az eszközár-buborékok kialakulása elleni lehetséges irányokra fókuszálódott. Megerősödtek azok a vélemények, amelyek szerint a jegybanknak aktív szerepet kell vállalnia a piaci turbulenciák megelőzésében, illetve kezelésében. Vita tárgya lett, hogy a pénzügyi stabilitás biztosítása milyen mértékben kerüljön jegybanki hatáskörbe. Mindeközben alapos reform ment végbe az egyedi intézmények szabályozásában, a mikroprudenciális felügyeletben. Megkezdődött a pénzügyi rendszer egészének a stabilitásával foglalkozó, azt biztosítani hivatott makroprudenciális védővonalnak a kialakítása is.

Az elmúlt évek vitáit Smets (2014) és IMF (2015) foglalták össze, ami alapján a továbblépést illetően, két fő megközelítést lehet megemlíteni:

- A LATW implementálása a monetáris döntéshozatalba: ennek lényege, hogy a monetáris politika árstabilitási célja mellett, azt kiegészítve, megjelenik a pénzügyi stabilitás biztosítása is. A pénzügyi ciklusok figyelembevétele azt eredményezi, hogy a jegybank jelentős hitelkiáramlást és eszközár-emelkedést észlelve

²⁷ Szó szerint: „Inflation targeting: Fix it, don’t scrap it”, Woodford itt is azt a korábban már említett véleményét fejt ki, mely szerint a rendkívüli időkben nominális GDP cél kijelölése megfelelő kommunikációval kiegészítve konzisztens a jelenlegi gyakorlattal és nem ássa alá a jegybank hitelességét.

átmenetileg magasabb kamatlábat tart fenn, mint amit pusztán a konvencionális célja indokolna. A kamatlábakon keresztül ugyanis lehet hatni a pénzügyi stabilitásra.²⁸ E felfogás képviselői nem vetik el a makroprudenciális eszközrendszert, de azt önmagában nem tartják elegendőnek a piaci turbulenciák kezelésére. A jegybank aktív szerepvállalásához elengedhetetlenül szükséges a pénzügyi instabilitás közvetlen megjelenítése a döntéshozatalt támogató modellekben.

- A korábbi (Jackson Hole) konszenzus módosítása: ennek a lényege, hogy az inflációs és a pénzügyi stabilitási célok egymástól elkülönülten kell megjelenjenek. Előbbi a monetáris politika, utóbbi pedig a makroprudenciális politika mandátumaként.²⁹ A makroprudenciális politika egy olyan szabályozási és felügyeleti keretrendszer, amelynek célja a rendszerszintű pénzügyi kockázatok kezelése,³⁰ az ebből származó veszteségek minimalizálása. Eszközrendszere nagyrészt a pénzügyi szektorra vonatkozó speciális tőke és likviditási szabályokból áll, amelyek révén ex-ante és célzottan lehet a pénzügyi instabilitás kialakulása ellen fellépni. E nézet képviselői azon az állásponton vannak, hogy a hitelezési

²⁸ Például: a tőkeáttételre és a kockázatvállalásra, a piaci árak növekedésére gyakorolt hatáson keresztül.

²⁹ Természetesen a pénzügyi stabilitás biztosításában a mikroprudenciális felügyeletnek továbbra is vezető szerepe van.

³⁰ Rendszerszintű kockázat alatt itt leginkább a pénzügyi rendszernek olyan hibáját szokás érteni, amely azt a kockázatot hordozza, hogy egy váratlan, akár egyedi intézményt érintő esemény a pénzügyi szektor jelentős részében krízist idéz elő, annak hatékony működését oly mértékben befolyásolja, hogy az a reálgazdaságot súlyosan érinti. (a nemzetközi szervezetek által adott definíciót lásd például: IMF-FSB-BIS, 2016)

ciklusokat és a kockázatvállalást a makroprudenciális politika képes érdemben és hatékonyan befolyásolni, míg a monetáris politikának erre nincs megfelelő eszköze. Bár a konvencionális jegybanki eszköz, a kamatláb, mindkettőre hat, az ár- és a pénzügyi stabilitás egymástól független célok, ezért a Tinbergen-szabály szerint együttes megvalósításukhoz legalább két független gazdaságpolitikai eszközre van szükség. Ez egyben azt is jelenti, hogy a monetáris politika keretrendszere a korábbiakhoz képest lényegesen nem változik, a két terület egymástól jól elszeparálható cél- és eszközrendszer tekintetében egyaránt.

4.2.2. Az LATW implementációjának lehetőségei

Előzetesen tisztázandó, hogy a LATW politika képviselői egyáltalán nem vetik el a makroprudenciális eszközök alkalmazásának szükségességét, sőt, épp ellenkezőleg, a célzott monetáris lépésekkel együttes alkalmazásukat látják megfelelőnek. Woodford (2012a) szerint a makroprudenciális eszközök egyszerre javítják a pénzügyi stabilitást és támogatják a jegybankot árstabilitási célja elérésében. Ez azonban nem jelenti azt, hogy a pénzügyi stabilitási kockázatok figyelmen kívül hagyhatók a monetáris politikai döntéshozásban. Ennek fő oka, hogy a monetáris politika a kamatláb változtatásán keresztül jelentős hatással van e kockázatokra. Emellett a válság egyértelműen rámutatott a pénzügyi szabályozás és felügyelet egyéb, a makroprudencia hiányán kívüli gyengeségeire: többek között az átfogó, egységes felügyeleti módszertan, a nemzetközi koordináció, a pénzügyi innovációk kezelésének hiányosságaira. Olsen

(2015) által említett harmadik szempont szerint pedig a makroprudenciális eszközökkel kapcsolatos tapasztalatok hiánya, működésük bizonytalansága is indokolja, hogy a monetáris hatóság foglalkozzon a pénzügyi stabilitás biztosításával.

Az eszközárak emelkedését ellensúlyozó, LATW monetáris politika kérdése az, hogy a pénzügyi stabilitási célok hogyan lehetnének beilleszthetők a konvencionális célok közé anélkül, hogy a jelenlegi rezsimit alapjaiban megváltoztatnánk. E többes mandátum sikerességének két fontos feltétele van. Egyrészt szükséges a pénzügyi változók beépítése a monetáris politikai döntéshozásba. Másrészt a monetáris hatóság pénzügyi stabilitási mandátummal való felruházása – a pénzügyi ciklusok hosszabb volta miatt – a monetáris politika időhorizontjának (a jelenlegi 2-3 évről történő) kiterjesztésével kell, hogy járjon. (Woodford, 2012a)

A pénzügyi stabilitást a makromodellekbe, illetve a monetáris cél- és reakciófüggvénybe beépíteni célzó próbálkozások közös jellemzőjeként említhető, hogy azok a meglévő konvencionális kereteket akarják kiegészíteni a pénzügyi stabilitási kockázatok változására érzékeny változókkal. Woodford (2012a) azonban nem látja szükségesnek, hogy a jegybank figyelje a piaci árak alakulását, illetve, hogy megbecsülje az eszközök a fundamentális értéküktől való eltérését. Az általa javasolt modellben az optimális monetáris politikát három változó kapcsolata alapján vezeti le. Az infláció és a kibocsátási rés mellett, a harmadik változó a megnövekedett tőkeáttétel miatt egy pénzügyi válság bekövetkezése esetén várható veszteségeket számszerűsíti. A tőkeáttételt kifejező változók használata más szerzőknél is jellemző. Borio et al. (2016) tanulmányukban az USA 1985-2015 közötti adatai alapján arra a következtetésre jutottak, hogy a LATW politikát követve egy magasabb és

kevésbé ingadozó növekedési pálya, valamint egy kevésbé agresszív pénzügyi ciklus jellemezte volna a gazdaságot. Felhívják a figyelmet a szisztematikus politika szükségességére, amely nem csak a pénzügyi egyensúlytalanság nyilvánvalóvá válása esetén lép fel, hanem következetesen, a pénzügyi ciklus egészét figyelembe veszi a monetáris politika alakítása során. Gelain et al. (2015) tanulmányukban rámutatnak arra, hogy nem hagyható figyelmen kívül az sem, hogy a pénzügyi instabilitást leíró változók megválasztása az eredmény szempontjából meghatározó lehet.³¹

Mindamellett, hogy az említett tanulmányok az LATW politika megalapozását célozzák, az eredmények gyakorlati alkalmazása a szerzők szerint is messze van. Az IMF (2015) tanulmánya több erre vonatkozó kutatást összefoglalva hasonló megállapításra jut, hangsúlyozva, hogy a pénzügyi piacok instabilitásának megragadására és annak monetáris kezelésére irányuló modellek egyelőre nemcsak leegyszerűsítettek és jelentős fejlesztést igényelnek, de az eddigi modellek többsége által jelzett, LATW politika alkalmazásától várható becsült haszon is kicsi. Amennyiben nem következik be súlyos krízis, úgy ennek a politikának a makrogazdasági költségei, amelyek a magasabb kamatok miatt jelentkeznek, meghaladják a hasznokat, amelyek a válságok előfordulási

³¹ Modelljükben a hitelezési ciklusok simítása céljából tett monetáris politikai döntések, intézkedések hatásait vizsgálták. Arra a következtetésre jutottak, hogy amennyiben a jegybankok az irányadó ráta növelését a magas, illetve növekvő hitel/GDP mutatóra és reál adósságra alapozzák, az destabilizáló hatású lehet. Megállapításuk szerint az új hitelek állománya vagy a hitelnövekedés üteme hatékonyabb változók az adósságállomány stabilizálását célzó döntések alátámasztására, végső soron pedig a pénzügyi stabilitási cél elérésére.

gyakoriságának ritkulásából adódnak.³² Svensson (2016) arra is felhívja a figyelmet, hogy a LATW nem mérsékli egyértelműen a válságok gyakoriságát. Ő is arra a következtetésre jut, hogy a pénzügyi instabilitás kockázatát a kamateszközzel csökkenteni kívánó jegybanki politika makrogazdasági költségei, messze meghaladhatják a pénzügyi stabilitási kockázatok kezeléséből várható eredményeket.

Meg kell említeni azt is, hogy az LATW politika negatív hatással lehet a jegybank hitelességére is, amelynek következménye az inflációs várakozások horgonyozottságának lazulása lehet. Az IMF (2015) a veszélyt részben abban látja, hogy a pénzügyi stabilitási cél nem jelezhető jól előre, nem teljesen precízen definiálható változókra épít, ami rontja a transzparenciát és nehezíti a jegybanki kommunikációt. Svensson (2016) két lehetséges hibát és annak negatív következményét emeli ki. Amennyiben a jegybank LATW politikája esetlegesen deflációt idéz elő, illetőleg a monetáris politika lépései ellenére mégis bekövetkezik egy pénzügyi válság, akkor mindkét eset a jegybank reputációját rombolja.

Azonban nemcsak negatív reputációs kockázatai vannak az LATW-nek. Az említett veszélyekkel szembe lehet állítani a LATW-nek a hitelességre gyakorolt pozitív hatásait is. Issing (2009b) véleménye szerint a „clean up” stratégiából erkölcsi kockázat fakad, a végső mentsvár szerepkör ösztönzi a piaci szereplők kockáztvállalását, és a makrogazdasági károk elkerülése érdekében a piac kimentésére teremtett bőséges likviditás, megteremtheti egy újabb piaci instabilitás melegágyát. Az LATW-től pont azt várjuk, hogy ilyen kimentésre csak ritkábban és kisebb mértékben kerül majd sor,

³² Azonban az IMF (2015) tanulmánya felveti azt is, hogy nemcsak a pénzügyi krízisek gyakorisága, hanem a súlyossága is csökkenhet, amelyet érdemes lehet még kutatni.

így az erkölcsi kockázat csökkenthető, ami pedig a jegybank hitelességét erősíti.

További kihívást jelent, hogy a LATW követése esetén számításba kell venni azt is, hogy a pénzügyi stabilitást számos, a monetáris rendszeren kívül eső intézmény tevékenysége is nagymértékben befolyásolja. Vagyis ilyen értelemben a pénzügyi stabilitási mandátum jegybankhoz rendelése a jegybanki hatáskör bővítését is megkívánja. Különösen lényeges kérdés ez egy tőkepiac orientált gazdaságban. Ahogy a legutóbbi pénzügyi válság során láthattuk, a tőkepiaci szereplők komoly szerepet játszottak a stabilitás megrendülésében, melynek okán számos nemkonvencionális eszköz konkrétan egyes tőkepiaci szegmensekre irányult. A Bank of England közgazdászai (Nelson et al., 2015) arra figyelmeztetnek, hogy a LATW politika egyrészt csak korlátozottan képes befolyásolni a közvetítő intézmények – elsősorban a bankok – mérlegének növekedését, miközben a hagyományos bankrendszert érintő negatív hatásain (például a magasabb forrásköltség) keresztül az árnyék-bankrendszer bővülését ösztönzi.

A pénzügyi válságot követően az alkalmazott jegybanki gyakorlatból is lehet tapasztalatokat találni. A svéd és a norvég jegybank a válságot követően a monetáris politikai döntésekben a LATW logikája mentén vették figyelembe a pénzügyi stabilitási szempontokat, azaz az inflációs cél által indokoltnál magasabban tartották a jegybanki kamatot. Ez azonban nem vezetett egyértelműen a kívánt eredményekhez és szembesülni kellett a negatív makrogazdasági következményekkel. Svédország esetében Svensson (2014) kiemeli, hogy bár a jegybanki LATW csökkentette a lakosság eladósodottságát és ezáltal egy jövőbeli pénzügyi válság kockázatát, de hatására az infláció messze elmaradt a céltól, míg a munkanélküliségi ráta jelentősen a célérték feletti szinten maradt. A

politika makrogazdasági költségei, így a svéd jegybank értékelése szerint is messze meghaladták a pénzügyi stabilitási eredményekből származó hasznokat. Norvégiára vonatkozóan Olsen (2015) is megemlíti az LATW makroökonómiai költségét, azt hogy az olajárak esése miatt nyomott infláció a magasabban tartott kamatok hatására lassabban tért vissza a célértékhez és némileg gyengébb gazdasági aktivitást eredményezett ez a politika. Ugyanakkor a pénzügyi stabilitásra gyakorolt hatást robusztusnak ítélte, az ebből származó hasznokat összevetve a makro hatásokkal azokat megfelelőnek találta. Figyelmeztetett arra, hogy bár a monetáris politikának a pénzügyi stabilitás elérésében fontos szerepet kell szánni, azt nem szabad túlterhelni, hanem továbbra is az elsődleges céljának kell alárendelni. A pénzügyi stabilitás legfőbb védvonalának pedig a pénzügyi felügyeletnek kell lennie.

4.2.3. A Jackson Hole konszenzus módosítása

Az LATW politikában rejlő hátrányok és kellő tapasztalatok hiánya a korábbi konszenzus módosítása irányába hatottak. A módosított konszenzus szerint az árstabilitási és a pénzügyi stabilitási célokat intézményileg és eszközrendszer tekintetében is egymástól elkülönülten kell kezelni. Előbbinek a monetáris, utóbbinak pedig a makroprudenciális hatóság feladatának kell lennie. A korábbi konszenzus azzal egészül ki, hogy míg a jegybank továbbra is csak az árstabilitást érintő veszély esetén avatkozik be a piaci folyamatokba, addig a makroprudenciális hatóság az eszközeivel anticiklikusan lép fel a pénzügyi piacokon.

A válság nem változtatott azon, hogy az eredeti konszenzust megalapozó érvek alapvetően továbbra is érvényesnek tekinthetők. Ezek alapja, hogy a piac áraz a leghatékonyabban, ezt a szerepet a jegybankok nem vehetik át. A jegybank fellépése az eszközár-buborékokkal szemben kérdéses. Többek között Stark (2010) felhívja a figyelmet az eszközár-emelkedés háttérében álló tényezők megítélésének nehézségeire. Sok esetben nem egyértelmű ugyanis, hogy adott piacon túlzott mértékű az árak emelkedése vagy a folyamatok összhangban vannak a gazdasági fundamentumokkal. Emellett a kamatemelés negatívan hathat a buborékkal nem érintett eszközárakra is. Így a monetáris restriktió kontraproduktív lehet, ugyanis az alapvetően pozitív hatású – a beruházásokat, így a gazdasági növekedést serkentő – változásokat feleslegesen visszafogja a jegybanki beavatkozás. Emellett nem tudhatjuk előre, hogy egy buborék kipukkadása egyáltalán jár-e, és ha igen, mekkora kárral, illetve a másik oldalon mekkora költséget okozna egy korai jegybanki beavatkozás. Ezt a véleményt osztja Bayoumi et al. (2014) is, miszerint a buborékok kialakulásának felismerése nem egyértelmű és a buborék kipukkadásának potenciális makrogazdasági hatásai is nehezen kalkulálhatók. Éppen ezért, a jegybank számára nemcsak az jelent kihívást, hogy beavatkozzon-e, hanem hogy mikor és milyen mértékű kamatemeléssel próbálja visszafogni a negatív tendenciákat. Az IMF (2015) arra is felhívja a figyelmet, hogy egy késői kamatemelés, amikor a pénzügyi instabilitás már nagymértékű, a helyzetet tovább súlyosbítja és akár a válság kirobbantója lehet.

Bár a kamatlábon keresztül a monetáris politika képes a kockázatokat mérsékelni, de ezt legtöbbször túl durva eszköznek tekintik. Stark (2010) már említett véleménye mellett, Smaghi (2011) is azt hangsúlyozza, hogy amennyiben a felfutás csak néhány szektort érint, úgy a monetáris politika, vagyis az irányadó ráta emelése, nem hatékony eszköz, mivel a

kamatdöntés a pénzügyi közvetítő rendszer egészét érinti. Ezzel szemben a makroprudenciális szabályok célzottan, szektor specifikusan is alkalmazhatók. Az LATW miatt alkalmazott magasabb kamatok gazdasági költségeiről az előző fejezetben említett véleményeket³³ erősíti Yellen (2014) is. Felhívja a figyelmet egy stabilitási célból bekövetkező jelentős kamatemelés hatásaira, amely amellet, hogy képes mérsékelni a pénzügyi rendszer sebezhetőségét, olyan egyéb következményekkel is jár (a finanszírozás jelentős drágulásán, a beruházások elhalasztásán keresztül), mint a munkanélküliség növekedése vagy a háztartások adósságkiadásainak emelkedése. Érthetjük ezt az érvelést úgy is, hogy ez a következmény a Fed jelenlegi törvényes mandátumával ellentmondásos lehet, hiszen egyszerre távolodna a foglalkoztatási és – deflációs veszély esetén – az árstabilitási céltól. Megjegyzendő azonban, hogy nem biztos, hogy az LATW politika alkalmazása során nagymértékű kamatemelésekkel kell élni. Issing (2012) összegzése szerint kismértékű kamatemelés és az egyensúlytalanságot felfedő jegybanki kommunikáció együttesen kellő hatású lehet. Ez azonban nem törvényszerű, az eredmények a pénzügyi piacok szerkezetétől és makrogazdasági helyzettől függően különbözőek lehetnek. Továbbra is igaz az, hogy nincs „ingyen ebéd”, tehát a kamatemelés érinteni fogja a jegybank inflációs célját és a reálgazdaságot is.

Galí (2014) további problémákat is lát az LATW politikában. Vizsgálatában megkérdőjelezi az alapvető feltételezést a jegybanki konvencionális eszköztár hatásosságára vonatkozóan, konkrétan a rövid távú kamatok emelésének tényleges hatását a buborékok túlzott mértékűvé alakulásával szemben. Megállapítása szerint a buborékok kialakulásának,

³³ Svensson (2016) és IMF (2015)

illetve növekedésének megakadályozása érdekében tett jegybanki beavatkozás növelheti az eszközárak volatilitását. További következtetése, hogy a buborék leeresztésére törekvő, egyúttal viszont annak reálgazdasági hatásait tompítani kívánó monetáris politikának a két cél között optimalizáló kamatdöntése a buborék méretétől függően akár kamatcsökkentéshez is vezethet.

4.2.4. A makroprudenciális és a monetáris politika összehangolása

Összefoglalva, az LATW-vel szembeni ellenérvek jelen pillanatban erősebbek, az alkalmazására vonatkozó megfelelő elméleti alap és tapasztalatok hiányában ezért egyelőre nem várható, hogy a pénzügyi ciklusok kezelése a monetáris politikában integráltan megjelenjen. Két ok van, ami miatt az ügy nem tekinthető azonban véglegesen lezártnak.

Az egyik az, hogy a válság ráirányította a figyelmet a korábbi – a pénzügyi stabilitás és a monetáris politika viszonyáról kialakult – konszenzus tarthatatlanságára. Ez kiváltotta az intézményrendszer reformját. A válságot követően kialakult irányvonal szerint a pénzügyi stabilitást tekintve a monetáris hatóságok tevékenysége lényegében változatlan maradt, míg a felügyeleti és a szabályozási keretrendszer radikális változáson ment keresztül. Ennek során a hagyományos felügyelet megerősítése mellett a monetáris politika és a mikroprudenciális felügyelet között alakult ki a makroprudenciális felügyelet. Az elmúlt évek jellemző tendenciája volt, hogy ennek keretében a válságot követően több jegybank mandátuma kiegészült a pénzügyi stabilitás biztosítását célzó feladatokkal,

felelősséggel. Ennek következtében a makroprudenciális – és sok esetben a mikroprudenciális – felügyelet integrálódott a központi bankba. Ekkor a jegybank – mint felügyeleti hatóság – döntési jogkörébe tartozik, hogy az egyes makroprudenciális eszközöket mikor és milyen feltételek mellett alkalmazza, de a monetáris politika célfüggvényében közvetlenül nem jelenik meg a pénzügyi stabilitási kockázatok kezelése. A célok közötti függetlenséget, illetve azok szeparációját az hivatott biztosítani, hogy az egyes kompetenciák – törvényileg rendezve – külön szervezeti és döntéshozatali egységeknél jelennek meg.

Annak a kérdése, hogy mennyiben lehet tökéletes ez az elkülönítés egy intézményen belül, átvezet a másik okhoz, ami miatt, nem tekinthető lezártnak a monetáris politika pénzügyi stabilitásban játszott szerepéről szóló vita. Óhatatlanul felmerülnek ugyanis azok a kérdések, hogy a jegybankok elmúlt években folytatott nemkonvencionális politikája mennyiben veszélyezteti a stabilitási célt, hogy a makroprudenciális eszközök megfelelőek-e, elégségesek-e a pénzügyi stabilitás biztosításához, illetve hogy milyen interakció lép fel a makroprudenciális eszközök és a monetáris politika között.

Szemben a monetáris politikával a makroprudenciális politika nem rendelkezik sem expliciten számszerűsített végső vagy közbenső céllal, sem pedig világos és kipróbált eszközrendszerrel. A célok megfelelő definiálása, az eszközök megtalálása és azok kalibrálása tehát az egyik kihívás. Másrészt nincs elegendő tapasztalat arról, hogy a makroprudenciális szabályozás ténylegesen mennyire hatékony a kívánt cél elérésében, vagyis a pénzügyi instabilitás megakadályozásában. A második kihívás tehát az eredményességre vonatkozik. Harmadrészt pedig

tapasztalatok hiányában nem ismert az sem, hogyan lehet a makroprudenciális és a monetáris politikát megfelelően összehangolni.

Erre vonatkozóan az IMF-FSB-BIS (2016) ajánlása arra hívja fel figyelmet, hogy a makroprudenciális politika nem alkalmas a pénzügyi rendszer stabilitásán kívüli célok elérésére. Az IMF (2013) hangsúlyozza, hogy a monetáris politika nem megfelelő működése esetén, nem lehet a makroprudenciális politikára annak helyettesítőjeként tekinteni. Vagyis a makroprudenciális politika nem követhet makrogazdasági célokat és nem tud korrigálni makropolitikai hibákat sem.³⁴

Tapasztalat hiányában a makroprudencia hatását csak feltételezni tudjuk. Yellen (2014) is kiemeli, hogy bár konszenzus alakult ki azzal kapcsolatban, hogy a jövőben a pénzügyi stabilitás biztosításában a makroprudenciális eszközöknek kiemelt szerepe lesz, nem állnak rendelkezésre kutatások és nincsenek tapasztalataink arról, hogy azok milyen lehetséges makrogazdasági hatásokkal járnak. Mivel a makroprudenciális politika hatással van a monetáris politika célváltozóira, ezért Woodford (2012a) szükségesnek tartja a területek összehangolását, szoros együttműködését és a folyamatos kommunikációt, információ-megosztást. Az IMF (2013) tanulmányában azt állapítja meg, hogy a jól működő monetáris és makroprudenciális politika számos csatornán keresztül egymást erősíti. A megfelelő makroprudenciális politika csökkenti pénzügyi stresszhelyzetek előfordulási gyakoriságát és súlyosságát, ami ritkábban és kisebb mértékben igényli a monetáris hatóság végső hitelnyújtói beavatkozását, csökkenti a ZLB veszélyét. Ezáltal

³⁴ Például nem lehet elvárni, hogy egy téves makrogazdasági döntés hatására növekvő külső eladósodást majd a makroprudenciális politika korrigál.

kevésbé lesz szükség az extrém laza és nemkonvencionális monetáris politikára, csökkentve az ehhez kapcsolódó erkölcsi kockázatot, növelve a jegybank hitelességét. Mindez a monetáris politika hatékonyságát javítja. Erősen lehorgonyzott inflációs várakozások, kevésbé volatilis, kiszámítható monetáris politika mellett pedig a makroprudenciális politikának is könnyebben kezelhető pénzügyi ciklikus problémákkal kell szembenéznie.

Ugyanakkor a nem megfelelően működő politikáknak negatív hatásuk van egymásra. A makroprudenciális eszközök kvantitatív hatásaira vonatkozó ismeretek szűkössége miatt, az eszközök megfelelő kalibrációja nehéz, tehát a makroprudenciális politika esetleges hibájával is számolni kell. Vonatkozó tapasztalatok hiánya miatt az IMF (2013) arra a veszélyre is figyelmeztet, hogy a monetáris politika félre is becsülheti a makroprudenciális politika hatását a makrováltozókra, emiatt téves döntéseket hozhat. Megjegyzendő, hogy hibás működés nélkül is előállhat az a helyzet, hogy megfelelő tapasztalat és modell hiányában a jegybank, a monetáris politikai döntéshozatal során alul- vagy felülértékeli a makroprudenciális eszközök hatását.

A makroprudenciális politika eredményességéről egyelőre kevés kutatás, illetve tapasztalat áll rendelkezésre. Ennek egyik oka, hogy a válságot követően került csak a figyelem középpontjába, másrészt széleskörű alkalmazására is csak most került sor, illetve részben még folyamatban van a bevezetése. A korábbi tapasztalatokat tekintve a makroprudenciális eszközök alkalmazása – ahogy Smets (2014) összegzi – korábban elsősorban a fejlődő országokban volt jellemző. A globális válság előtti

időszakot vizsgáló elemzések³⁵ arra a következtetésre jutottak, hogy mind a túlzott hitelnövekedés megakadályozásában, mind az eszközárak elszabadulásának megfékezésében eredményesnek tekinthetők a makroprudenciális előírások. Felhívja a figyelmet viszont a megfelelő kalibráció és a több eszköz egyidejű alkalmazásának szükségességére, amelyet jól példáz Spanyolország esete, ahol a jól megválasztott eszköz ellenére sem sikerült megelőzni a rendszerkockázatok felépülését és a válságot.³⁶

A korábbi kutatásokhoz hasonló következtetésre jutott Cerutti et al. (2015), amely nagyobb mintát és újabb időszakot lefedve³⁷ azt találta, hogy a makroprudenciális eszközök csökkentették a hitelállomány növekedését és az ingatlanárak alakulására is befolyással voltak. Akinci és Olmstead-Rumsey (2015) szintén ugyanerre az eredményre jutottak, viszont kiemelték, hogy azok az eszközök, amelyek egy konkrét szektort céloztak hatékonyabbak voltak, mint a nem célzott eszközök. A jelzálogkölcsonk és ingatlanárak vonatkozásában általuk megfigyelt hatások például teljes

³⁵ Smets az alábbi kutatásokra hivatkozva, azok eredményei alapján jutott erre a konklúzióra: Borio, C. and Shim, I. 2007 „What Can (Macro-)Prudential Policy Do to Support Monetary Policy?” BIS Working Paper No. 242., valamint Lim et al. (2011).

³⁶ Lim et al. (2011) tanulmányából Smets Spanyolországot említi példaként, ahol a 2000-es évek elején dinamikus céltartalékolási szabályokat vezettek be. Ezek eredményesek voltak abban a tekintetben, hogy a kezdetben fedezetet nyújtottak – a tőke csökkenése nélkül – a keletkező hitelezési veszteségekre. A jelzáloghitelek terjedését és az ingatlanárak elszabadulását azonban nem voltak képesek megfékezni, így a válságot nem tudták megakadályozni, sőt a hatásait sem csillapították. Limék tanulmánya ugyanakkor hatásosnak ítéli magát az eszközt, de a rossz kalibrációra hívja fel a figyelmet.

³⁷ 119 (fejlett és fejlődő) ország gyakorlatát vizsgálták a 2000-2013 közötti időszakban.

egészükben az ingatlanpiacra irányuló makroprudenciális eszközökre voltak visszavezethetők.

Összefoglalva az eddigieket, a makroprudenciális eszközök alkalmazása összességében ígéretesebb területnek tűnik, mint az LATW politika alkalmazása. Nem csupán ennek a vitának a bemutatása és értékelése volt a disszertáció célja. Túlmutatóan a téma szokásos tárgyalásán, véleményt akart formálni arról, hogy mennyire tekinthető véglegesnek a gyakorlatban is megjelenő új irányvonal. Az összegyűjtött érvek alapján az amegállapítás fogalmazható meg, hogy nem lehet lezártnak tekinteni a kérdést, a makroprudenciális politikáról jövőben szerzendő tapasztalatok és az LATW elméleti fejlődése is befolyásolhatja a pénzügyi stabilitás és a monetáris politika viszonyának az alakulását.

Nyilván a makroprudenciális eszközök kiválasztása és kalibrálása lesz a következő évek gyakorlati és majd empirikusan igazolandó nagy témája. A makroprudenciális eszközök alkalmazása a jegybankok részéről is elfogadhatóbb, mint a LATW. A monetáris és a makroprudenciális politika közötti összhang megteremtése azonban legalább ugyanolyan fontos kihívás, mint az eszközválasztás. Ha mindkét terület jól működik, akkor egymást erősíthetik, azonban bármelyik hibája negatív hatású a másikra nézve. E tekintetben két veszélyt érdemes kiemelni. A bázeli szabályok implementálása hosszú, rugalmatlan – a meghatározott mértékek felülvizsgálatának lehetőségét egyelőre lényegében kizáró – folyamat. Amennyiben e mértékek nem bizonyulnak megfelelőnek, az motivációt jelenthet a monetáris politika számára a hiba korrekciójára. Abban az esetben jelenthet ez komoly problémát, ha egy túl szigorúnak bizonyuló makroprudenciális politikát kíván ellensúlyozni a monetáris politika, mivel ez mindkét célra negatív hatású lehet. Szintén (létező) problémák forrása,

ha a jegybank a nem konvencionális eszközök révén tartósan laza monetáris politikát folytat, amelynek pénzügyi stabilitásra gyakorolt negatív hatásait a makroprudenciális politika ciklikus eszközökkel kívánja ellensúlyozni. Ebben az esetben a célkonfliktus miatt előfordulhat, hogy a jegybank épp az ellenkező hatású makroprudenciális lépések miatt az indokoltnál tovább vagy nagyobb mértékben tartja fenn az extrém laza kondíciókat, illetve alkalmazza a nemkonvencionális eszközöket. Ezeknek a célkonfliktusoknak a jobb megértése és feltárása kulcsfontosságú lesz a pénzügyi stabilitási mandátum jövőbeli alakulása szempontjából.

4.3. A monetáris politika eszközei

A jegybankok hagyományos eszköztára a nyíltpiaci műveleteket, a rendelkezésre állást és a kötelező tartalékolást foglalja magában. A vezető jegybankok gyakorlata a válság előtt mutatott eltéréseket – ahogy ez rövidesen bemutatásra kerül –, de lényegében a rövid lejáratú kamatok változtatásán, s ezen keresztül a pénz és tőkepiacokra, valamint a transzmissziós csatornákon a gazdaságra gyakorolt hatáson alapult.

A potenciális eszköztár természetesen ennél szélesebb volt, elsősorban a végső hitelnyújtói szerepkörhöz kapcsolódóan. 2007-et megelőzően a piaci zavarok jelentkezésekor a vezető jegybankok hagyományos eszközökkel, kamatcsökkentéssel, likviditásnyújtás növelésével reagáltak. A jegybankoknak továbbá a rövid lejáratú piaci eltéréseket kezelő finom hangoló, illetve az időszakosan jelentkező hosszabb távú likviditási igényekre reagáló strukturális likviditásnyújtó eszközeik is voltak. 2007-től kezdődően a piaci zavarok súlyossága a korábbiakhoz képest jóval nagyobb mértékben, a szokásos üzleti területükön kívül (ügyfélkör és értékpapír vonatkozásában) igényelte a jegybanki beavatkozást. A ZLB elérésekor pedig a jegybanki politika alapvető eszközének, a hagyományos kamatpolitikának a lehetőségei kimerültek. Ezért a jegybankoknak korábban nem gondolt széles körből kellett az alkalmazható eszközöket megválasztaniuk.

4.3.1. A konvencionális jegybanki eszköztár³⁸

A válság előtt kialakult konvencionális gyakorlat szerint a jegybankok döntően a tartalékolásra kötelezett kereskedelmi bankokkal kötött nyíltpiaci műveletekkel³⁹ a pénzpiac és ezen belül is kiemelten a bankközi piac egészen rövid lejáratú⁴⁰ hozamait befolyásolták közvetlenül. A jegybank operatív célja a pénzpiac ezen rövidtávú hozamainak alakítása, a jegybanki alapkamat révén. A rövid horizontra való fókuszálás hátterét két dolog adja. Egyrészt az ilyen rövid időtávú hozamok befolyásolása jelentősen kevesebb teret hagy a kamatdöntések előtti pénzpiaci spekulációknak. Másrészt a jegybanki lépésre megváltozó rövid kamatok a hozamgörbe teljes vertikumára hatást gyakorolnak. Feltételezve, hogy a jegybanki lépés az inflációs céllal összhangban következik be, általa az előretekintő hosszú távú reálkamatlábak is változnak, amelyek így a monetáris transzmisszió keresztül, hatásossá teszik a jegybanki kamatpolitikát.

A lényegüket tekintve azonosak, a gyakorlatban az üzetek jellegét illetően némileg különböznek a jegybanki gyakorlatok. Az USA-ban például a

³⁸ Az ebben a pontban leírtak a vezető jegybankok álságot megelőző időszakban folytatott gyakorlatát tükrözik. Ahogy a diszertáció tovább fejezeteiben majd kifejtésre kerül, ezeken a konvencionális eszközökön az elmúlt években számos változtatást hajtottak végre a jegybankok. Ennek ellenére nem indokolt egységesen a múlt idő használata, mivel a jelen idejű kifejezések a konvencionális gyakorlat általános leírását jobban kifejezik.

³⁹ A Fed például a megfeleléségi kritériumokat teljesítő elsődleges állampapír forgalmazókkal, a BoE a megfelelő értékpapír kereskedő cégekkel is üzetelt már a válságot megelőzően is.

⁴⁰ Jellemzően az 1 napos (O/N) és kéthetes lejárat között, esetenként a 3 hónapig terjedőket.

bankközi O/N piacon megcélzott rátának vagy sávnak megfelelő kamatszintet (FFTR)⁴¹ a Fed napi rendszerességgel bonyolított repó ügyletekkel, valamint rövid lejáratú állampapírok vásárlásával és eladásával érte el. Előbbi a napi likviditási igény függvényében a piaci kamatoknak a Fed célértékéhez való finomhangolását segítette, utóbbi a tartós, jegybanki ráhatástól független (autonóm) forrásoldali igény – döntően dollár készpénzigény – eszközoldali megfelelőjét adta. Míg a BoJ és a BoE gyakorlata ehhez hasonlóan „outright” és repó ügyletek együttes alkalmazásán, az EKB piacbefolyásolása ettől eltérő logikán alapul. Az EKB a banki forrásoldalból kalkulálható tartaléki igény és az autonóm tényezők együttesének megfelelő összegben heti rendszerességgel tart tendereket. Ezeken 1 hetes futamidejű repó ügyletekkel, a jegybanki alapkamathoz kötötten nyújt likviditást az euróövezet bankjainak. A repó ügylet pénzáramlása révén a kereskedelmi bank erre az időszakra likviditáshoz jut, megfelelő (jegybankképes) értékpapír fedezet mellett. Ez a művelet az eurórendszer irányadó instrumentuma. A heti aukciókon az euróövezet bankjai tehetnek ajánlatot, minimum az EKB alapkamat szintjén. A beérkezett ajánlatokat – a válságot megelőző gyakorlat szerint – az EKB az ajánlott kamatok alapján csökkenő sorba rendezte és ennek megfelelően, felülről lefele allokálta a művelet keretében felajánlott mennyiséget.

A nyíltpiaci műveletek keretében a jegybankok általában is alkalmaznak a likviditást hosszabb időszakra is befolyásoló eszközöket, ám a válságot megelőzően ezek futamideje szintén rövid, éven belüli volt és

⁴¹ Fed Fund Target Rate

menyiségüket tekintve jelentősen a kamatgörbe legrövidebb részét befolyásoló alapvető műveletek volumene alatt maradtak.

A nyíltpiaci műveleteket aktívan a jegybankok kezdeményezik. Emellett a bankközi pénzpiac volatilitását passzívan is csillapítják a jegybankok. Ez a jegybanki rendelkezésre állás, aminek elterjedt formája az O/N kamatfolyosó, amely a jegybanki alapkamathoz képest meghatározott, jellemzően szimmetrikus \pm sávban 1 napos betét elhelyezési vagy hitelfelvételi lehetőséget biztosít a bankok számára, utóbbit jegybankképes értékpapír fedezete mellett. A kamatfolyosó szélei normális körülmények közepette az O/N pénzpiac számára alsó, illetve felső csillapító korlátként szolgálnak, hiszen a fölös likviditást a bankok az alsó kamathatáron korlátlanul elhelyezhetik a jegybanknál, míg a felső értéken – jegybankképes értékpapír mellett, annak fedezete erejéig – likviditáshoz juthatnak. A rendelkezésre állás nem feltétlenül kétoldali. Az USA-ban betétoldali rendelkezésre állás nem volt, azaz a Fed nem fizetett betéti kamatot,⁴² csupán hiteloldalon, az ún. discount window lending (DWL) eszköze keretében, a Fed Fund Target Rate-hez képest jellemzően magasabban megállapított kamatok mellett, előre meghatározott keretek szerint nyújtott hitelt a bankoknak.⁴³ A rendelkezésre állás tipikusan a tartalékolásra kötelezett bankok számára elérhető lehetőség a jegybankoknál.

⁴² Megjegyzendő, hogy a tartalékokra való kamatfizetés lehetőségét viszont közvetlenül a válság előtt, 2006-os törvényi módosítással (Financial Services Regulatory Relief Act of 2006) teremtték meg az USA-ban.

⁴³ A féloldali rendelkezésre állás mögött álló logika, hogy ez a pénzpiac működését erőteljesebben ösztönzi, mint a kétoldali rendelkezésre állás.

A jegybankok hagyományos eszköztárába tartozik még a kötelező tartalék előírás. Ennek lényege, hogy a kereskedelmi bankoknak az idegen forrásaik (döntően betétek) rögzített hányadát a jegybanknál vezetett számlájukon kell tartalékban tartani. Ez a hányad a jegybank által meghatározott kötelező tartalékráta mértéke. A ráta, illetve feltételeinek változtatása ritka, nem operatív, hanem rendszer eszköz. A kötelező tartalék elsődleges szerepe mára a pénzügyi stabilitás elősegítése lett.⁴⁴ Mivel a kereskedelmi bankoknak a tartalékképzés követelményét egy hosszabb időszak (jellemzően 1 hónap) átlagában kell teljesíteniük, így a kereskedelmi bankok közötti likviditás áramlásában a tartalék puffer szerepet tölt be, csillapítva a pénzügyi kamatingadozást. Másrészt a tartalékok változása a jegybank számára is információt szolgáltat a banki likviditás változásáról. A tartalékolás követelménye továbbá erősíti a jegybanki kamatpolitika hatásosságát, mivel a jegybankpénz iránt (a készpénzigényeken túli) tartós keresletet generál. A tartalékolás követelményeiben szintén van különbség a jegybanki gyakorlatban. Az EKB például egységes alacsony rátát határoz meg a források széles körére, míg a Fed a kereskedelmi bankoknál látra szóló számlákon elhelyezett összegek után sávós rátát alkalmaz. A Fed esetében a kereskedelmi bankok saját üzletmenetük függvényében előre rögzített összeggel egészíthetik ki a tartalékszintjüket, amely szerződött összeg a kötelező tartalékkövetelményt növeli. A BoE esetében pedig kizárólag ez utóbbi

⁴⁴ Ez alatt a mennyiségi lazítás előtti időt kell érteni. Kezdetileg a kötelező tartalékolás prudenciális szerepű eszköz volt, a banki likviditás alapvető biztosítékaként, funkciója, jelentősége fokozatosan alakult át az idők során az itt tárgyaltakra.

tartalékokról lehet beszélni, mivel a válság előtt már nem volt kötelező tartalékolás.⁴⁵

Általánosságban, a fentiekben részletezett konvencionális gyakorlatba nem illeszkedő lépések nevezhetők nemkonvencionálisnak. A 2007-2008-as pénzügyi válságot megelőzően, a nemkonvencionális eszközök alkalmazását Bernanke és Reinhard (2004) a zero kamat határba ütköző monetáris politika alternatív lehetőségeiként említik, amikor a defláció ellen a jegybank az aktuális rövid kamat csökkentésével már nem tud fellépni. Smaghi (2009) már zero feletti kamatok esetén is indokoltnak látja nemkonvencionális eszközök alkalmazását, ha piaci zavarok miatt a monetáris transzmisszió nem megfelelően, illetve nem a jegybank elvárásai szerint működik. Az IMF tanulmánya (2013) a nemkonvencionális jegybanki lépések további okaként neezi meg a pénzügyi piacok súlyos krízise esetén azok működőképességének helyreállítását. Ennek során a jegybank végső hitelezőként a piaci szereplők számára is kellő likviditást nyújt, illetve a sérült piacokra közvetlenül is belép.

A válság tapasztalataival is kibővítve tehát két tényező jelölhető meg a nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának okául:

- A pénzügyi piacok válsághelyzete, ami a pénzügyi közvetítés működésképtelenné válásával és/vagy a monetáris transzmisszió tartós és oly mértékű sérülésével fenyeget, amely a monetáris politika célját veszélyezteti.

⁴⁵ A szerződött tartalékokra a BoE az a jegybanki alapkamatot fizeti (Bank Rate), amely egyúttal a nyíltpiaci műveletek során használt irányadó kamat is.

- A reálgazdaságot érő sokk (nem kizárólag, de a jelen esetben éppen a pénzügyi piacok krízise következtében) olyan mértékű, amelynek kezelése során a jegybank a zéró kamathatárba ütközik. A sokk elhárítása további monetáris lazítást igényel, de a további jegybanki kamatvágásnak a zéró érték gátat szab.⁴⁶

4.3.2. A jegybanki likviditásnyújtó eszközrendszer átalakulása a válságkezelés során

Pénzügyi stresszhelyzetekben a jegybankok végső hitelnyújtói szerepüknek megfelelően a konvencionális eszközök megnyújtásával, vagyis bőséges likviditás biztosításán és laza kondíciók fenntartásán keresztül simítják el a turbulenciákat. A 2007-ben kezdődő pénzügyi válság azonban a pénzügyi stabilitást és jegybanki célokat a korábbiakban nem tapasztalt mértékben veszélyeztette. Rövidesen világossá vált, hogy pusztán a konvencionális eszközök kezdeti kiterjesztésével a pénzügyi közvetítőrendszer összeomlását nem lehetett elkerülni. A jegybankok nemkonvencionális szerepükben azokra a piaci szegmensekre koncentráltak, amelyeknek a működése kritikus volt a pénzügyi közvetítés szempontjából. Egyrészt kiterjesztették végső hitelezői funkciójukat a hagyományos bankrendszeren túlra, beleértve az árnyékbankrendszer szereplőit is. Másrészt a jegybankok a nem működő szegmensekre

⁴⁶ A zéró kamat határt itt a nemkonvencionális eszközök alkalmazásának általánosan elterjedt indokaként kell érteni: a negatív kamatok lehetőségét és korlátait részletesen tárgyalja a későbbiekben az írás, de az már önmagában nemkonvencionálisnak tekintendő.

közvetlenül belépve átmenetileg helyettesítették a piacot annak helyreállása érdekében és idejéig. Adott esetben ez – a korábban egyébként nem jegybankképes értékpapírok közé tartozó – mérgezett vagy kevésbé likvid eszközök vásárlását, illetve fedezetként való elfogadását jelentette. Emellett a piaci szereplők vásárlásait ösztönözték erre a célra nyújtott refinanszírozással, illetve a kockázat részbeni átvállalásával.

A 2007-2008-as pénzügyi válság során jelentősen átalakult a jegybanki likviditásnyújtó eszközrendszer, a korábbi eszközök változásával, új eszközök bevezetésével, annak érdekében, hogy a jegybanki LoLR funkció hatékonyan működjön. Bár egyes vezető jegybankok (EKB, BoE) esetében létezik külön elnevezés – Emergency Liquidity Assistance (ELA) – a vészhelyzeti likviditásnyújtásra, mégis helyénvaló a válság során alkalmazott intézkedéseket és eszközöket általánosan vészhelyzeti likviditásnyújtásként értelmezni, tekintettel méretükre, jelentőségükre. A történetek hatással voltak nemcsak a jegybanki LoLR szerepkörre, de általában jegybanki likviditásnyújtó eszköztárnak a fejlődésére.

Kezdetben a jegybankok kamatcsökkentéssel és a konvencionális eszközökön végrehajtott változtatásokkal, elsősorban azok kiterjesztésével igyekeztek hatást elérni. Ide sorolható az amerikai rendelkezésre állás lényeges kibővítése 2007 végén, a Term Auction Facility (TAF) bevezetésével, amellyel nagyszemben, közvetlenül juttatott likviditást a bankrendszernek. A TAF bevezetése mindazonáltal a korábbi rendelkezésre állási eszközének szokatlan kiegészítése, helyettesítése volt. A Fed ugyanis alapvetően nem bátorította korábban a kereskedelmi bankok hitelfelvételét a hagyományos rendelkezésre állási eszközének, a DWL-

nek a keretében.⁴⁷ E mögött az a megközelítés állt, hogy a bankok alapvetően a bankközi piacról szerezzék be a likviditásukhoz szükséges forrásokat. Ennek magyarázata az, hogy a könnyen elérhető rendelkezésre állás lehetősége a bankokat magasabb kockázatvállalásra ösztönözné, mint amennyire azt a piac lehetővé teszi számukra, így erkölcsi kockázatot hordozna (Labonte, 2008). Ambivalens módon azonban így a rendelkezésre állás eszköze pont a válság alatt nem működött megfelelően a likviditási problémák kezelésére. 2007 végén a likviditási feszültségek enyhítésére ezért vezette be a TAF-t, mint új rendelkezésre állási instrumentumot. Szemben a DWL-el, a TAF aukciós formában, büntetőjellegtől mentesen, felár nélkül juttatott a bankoknak likviditást, hosszabb futamidőre. Ennek állománya a válság alatt nagyságrendileg meghaladta a DWL keretében a bankok által lehívott összeget.

Az EKB 2007 nyarán a pénzpiaci turbulenciák csillapítására a finomhangoló eszközén (FTO) keresztül juttatott többletlikviditást a bankoknak,⁴⁸ valamint növelte a hosszabb távú eszközeinek arányát a teljes likviditásnyújtáson belül. Továbbá, a tartalékolási perióduson belül, annak első felében biztosított likviditásnyújtás összegét megemelte, csökkentve így a periódus végén keletkező feszültség valószínűségét. Az EKB ezen lépései valójában csak a dedikáltan erre szolgáló eszköz (FTO), illetve a konvencionális eszközök célzottabb használatát jelentik. A Lehmann Brothers bukásáig ezek az eszközök még nem jártak együtt a jegybanki

⁴⁷ Ez alól kivételt képez a hosszabb távú, szezonális célú rendelkezésre állás, amely elsősorban kisebb bankok számára volt speciálisan elérhető.

⁴⁸ 2007 augusztusában több alkalommal jelentős mértékben - legnagyobb összegben augusztus 9-én közel 100 milliárd euróval kiegészítve a piaci likviditást. (adatok forrása: EKB)

mérlegek jelentős bővülésével, a jegybankok sterilizálták a lépéseket. Ezt követően azonban ugrásszerűen nőtt a jegybankok által nyújtott pótlólagos likviditás és így a mérlegfőösszegük is, továbbá előtérbe kerültek a nem banki piaci szegmensekre és szereplőkre vonatkozó eszközök.⁴⁹

2008 szeptemberében azonban pánik lett úrrá a pénzügyi piacokon. Az általános bizalmi válság kiszárította a piaci likviditást és ellehetetlenítette a szereplők piaci forráshoz jutását. A biztonságos eszközökbe való menekülés a kockázatos eszközök árát eladói nyomás alá helyezte, ami a források kiáramlása és a refinanszírozás beszűkülése miatt a szereplőket kényszereladásokra kényszerítette, további áresést, majd a piacok befagyását idézve elő. A veszteségek fedezetének igénye, valamint a partner- és eszközminőség bizonytalansága miatt leálló piaci hitelezés együttesen vezettek a likviditási igény ugrásszerű növekedéséhez.⁵⁰ A kellő likviditás megszerzése azonban nem volt biztosítható, ahogy a piaci finanszírozásban kulcsfontosságú szegmensek működése egyre inkább

⁴⁹ Megjegyzendő, hogy a BoE már 2007 őszén rendkívüli bail-out lépésre kényszerült a Northern Rock csődje miatt, míg a Fed 2008 márciusában – hasonlóképpen – a Bear Sterns bukása miatt. Ezeket a lépéseket logikailag a többi hasonló intézkedéssel együtt érdemes tárgyalni. Mindazonáltal jelzi, hogy időben már a Lehmann Brothers csődje előtt is szükség volt rendkívüli jegybanki beavatkozásra.

⁵⁰ A likvid eszközök iránti igény hirtelen megnövekedésének és azoknak a piaci szereplők általi felhalmozásának a jelensége az ún. liquidity hoarding. Ennek során a szereplők nagy mennyiségben vásárolnak fel jó minőségű, rövid lejáratú, jelentős piacokra bevezetett, nagy forgalmú értékpapírokat (jellemzően rövid lejáratú állampapírokat), amelyek a válság időszakában is veszteség nélkül azonnal értékesíthetők. A bankok ezzel párhuzamos módon a jegybanknál vezetett számlájukon is a kötelező tartalékokat meghaladó összeget halmoznak fel.

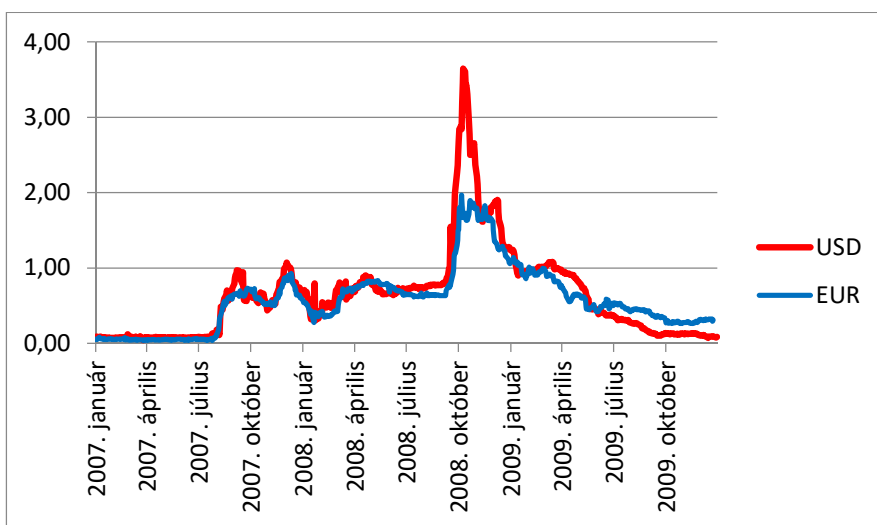
akadozott.⁵¹ A folyamat öngerjesztővé vált, amely során a szereplők likviditása kimerült a befektetői pánik miatt, ezért csőd veszélyével néztek szembe, illetve mindennek hatására a piacokon ésszerűtlen kockázati és likviditási prémiumok alakultak ki.

A likviditási válság általánossá válásában a bankszektor érintettségének fontos szerepe volt. A piaci összeomlás a bankok számára is nagymértékű veszteséggel járt. A bankok közvetlen veszteséget szenvedtek el a hitelportfóliójukban lévő nemteljesítő jelzáloghitelek arányának növekedése miatt, valamint a saját mérlegükben lévő eszközfedezetű értékpapírok árcsökkenése és nemteljesítése következtében. A veszteségeket további tételek is növelték. A jelzáloghitelek értékpapírosítására létrehozott társaságok a finanszírozásuk ellehetetlenülése miatt lehívták a szponzor bankjuk által számukra garantált hitelkereteket is. Utóbbiak nemcsak a banki likviditást terheltek, de ezen cégek eszközállományának beragadása és értékvesztése egyúttal a bankok által a cégeknek nyújtott hitelek kétessé tette. A bankok számára az érdekkörükbe tartozó hedge fund-ok összeomlása, a számukra nyújtott hitelek leírása és az alapok kényszerzárása miatt vált veszteségek forrásává. További gondokat okozott a válság tovaterjedése a teljes piaci vertikumra. Mivel a bankok az árnyék bankrendszer finanszírozásában hitelekkel is részt vettek, továbbá az érdekeltségükbe tartozó leányvállalatokon keresztül közvetlenül is érintettek voltak, így a további tőkepiaci szereplők megrendülése is a bankok veszteségeit növelte. Különösen a nagy

⁵¹ A repó piacon a fedezetként széles körben használt jelzálogpapírok minőségének kétessé válása és a partnerkockázat növekedése miatt csak egyre szűkebb körből és egyre nagyobb diszkonttal (haircut) lehetett ezeket a papírokat az ügyletekhez felhasználni. Hasonlóképpen leálltak az eszközfedezet melletti CP kibocsátások is.

befektetési társaságok lehetséges csődje veszélyeztette a piacokat, így az USA legnagyobb befektetési bankjai közül 2008 márciusában a Bear Stearns csődközeleli helyzete, majd szeptemberben a Meryll Lynch és a Lehman Brothers problémái borzolták a kedélyeket. Az előbbiek esetében a gyors piaci felvásárlásuk még mentette a helyzetet, de a Lehman Brothers csődje piaci pánikot okozott.

A banki mérlegeket már 2007-től jelentősen terhelték a fenti veszteségek. Különösen az a tény, hogy a veszteségek mértéke ismeretlen, a bizalom meggyengüléséhez vezetett a pénzpiacon, a bankok egymás részére történő hitelezési hajlandósága visszaesett. A megnőtt likviditási igények, valamint a bekövetkező veszteségek fedezetére a bankok is likvid eszközöket gyűjtöttek. Mindezek miatt a bankközi piacon is jelentősen megugrottak a kamatlábak (lásd 3. ábra), a pénzpiac működése akadozni kezdett, általános likviditási válságot okozva. Ebben a helyzetben a lejáró források megújítása nemcsak az árnyék bankrendszer szereplői, hanem a bankok számára is kétségessé vált. Mivel a szereplők egymásrautaltsága nagymértékű, a nagy és komplex bankcsoportok mérete és jelentősége miatt erősen koncentrált is, ezért a jelenség a teljes pénzügyi közvetítőrendszer működését veszélyeztette.



3. ábra: 3 hónapos LIBOR-OIS spread⁵² alakulása (százalék), forrás: Fed, Thomson Reuters Datastream

2008 szeptemberétől a jegybankok ezért a drasztikus kamatcsökkentés mellett egyrészt a megnövekedett igényeknek megfelelően bőségesen biztosították a likviditást a piacokon, másrészt egyes szegmensekben célzottan forrást nyújtottak a piaci folyamatok és árak normalizálódásához. Az IMF (2013) felosztása szerint a jegybankok egyrészt az agresszív és célzott likviditásnyújtással a befektetői pánikot és bizalom összeomlását akadályozták meg, illetve célzott eszközvásárlásokkal a kényszereladások miatti negatív piaci spirált igyekeztek megállítani. Elfogadva és részben építve is erre a megközelítésre, azon túl azonban a jegybanki intézkedések további céljait is ki kell emelni: úgymint a szereplők aktív piaci tevékenységének az ösztönzését, ennek a képességüknek a helyreállítását, valamint a reálgazdaságra toábbgyűrűző való hatások tompításának célját is.

⁵² A bankközi pénzpiaci kamatok és a jegybanki kamatokból azonos időszakra számítható kamatkülönbözet.

Ennek megfelelően viszont az egyes eszközök konkrét szerepét az IMF-től eltérően lehet megítélni.

A jegybanki válságkezelés irányát már a kezdetektől alapvetően meghatározta a pénzügyi közvetítő rendszerük sajátossága, illetve az, hogy milyen jellegű egyedi problémákkal szembesültek. Míg az USA-ban a nem banki közvetítés dominált, máshol a pénzügyi közvetítésben a bankok túlsúlya a jellemző. Ennek megfelelően a Fed a bankközi piac és a bankszektor likviditási problémáinak a kezelése mellett a kezdetektől hangsúlyt helyezett az egyes piaci szegmensek likviditásának helyreállítására, rendkívül változatos eszközöket vetve be. Fontos, hogy a Fed számára a jegybanktörvény erre eleve lehetőséget nyújtott, miszerint – a válság során gyakran hangoztatott 13. szakasz 3. pontjában – felhatalmazza a Fed-et arra, hogy „szokatlan és sürgető” körülmények esetén olyan programot vagy eszközt hozzon létre, amellyel bármilyen partnertől adósságpapírokat vásárolhat.

A Fed egyes célzott likviditásnyújtó programjai⁵³ – az elsődleges forgalmazók felé meghirdetett rendelkezésre állás (PDCF) és az értékpapír csereeszköz (TSLF) – lehetővé tették, hogy a piacok vezető szereplői képesek legyenek az aktív piaci tevékenység fenntartására. Más eszközök a piacok befagyását oldották, részben az öngerjesztő áreséseknek, részben pedig a kulcsfontosságú piacokon a források kiáramlásának állítottak gátat. Ezeknek az eszközöknek a hatása a pénzügyi piacokon túlgűrűző volt, mivel a kapcsolódó (ezeken keresztül forráshoz jutó) reálgazdasági szektorok irányába történő hitelezés váratlan leállítását is megakadályozták. Ide tartoznak a Fed kereskedelmi és eszközfedezetű értékpapírpiaira

⁵³ A Fed egyes programjainak a részletei az 1. sz. Függelék A) pontjában megtalálhatók.

(CPFF, TALF), valamint a pénzügyi alapokhoz forrást juttató eszközei (AMLF, MMLFF).⁵⁴

Ugyancsak a vészhelyzeti likviditásnyújtó eszközök közé kell besorolni azokat az egyedi hitel megállapodásokat, amelyek az egyes kiemelt fontosságú pénzügyi közvetítők rendezetlen csődjének elkerülését célozták. A mögöttes ok ezek esetében az volt, hogy az adott intézmények rendezetlen csődje rendszerkockázatot hordoz, számos piac működését lehetetlenítené el, további pénzügyi intézményeket magával rántva bankpánikot okozna és a teljes gazdaságra súlyos, beláthatatlan következményekkel járna. Egyszerűen szólva ezek az intézmények túl nagyok és túl fontosak ahhoz, hogy elbukjanak. A Fed ezen hitelekre önálló speciális pénzügyi vállalkozásokat alapított,⁵⁵ és ezek számára nyújtott hitelt a bajba került vállalkozások eszközeinek (értékpapír portfóliójának) felvásárlására.⁵⁶

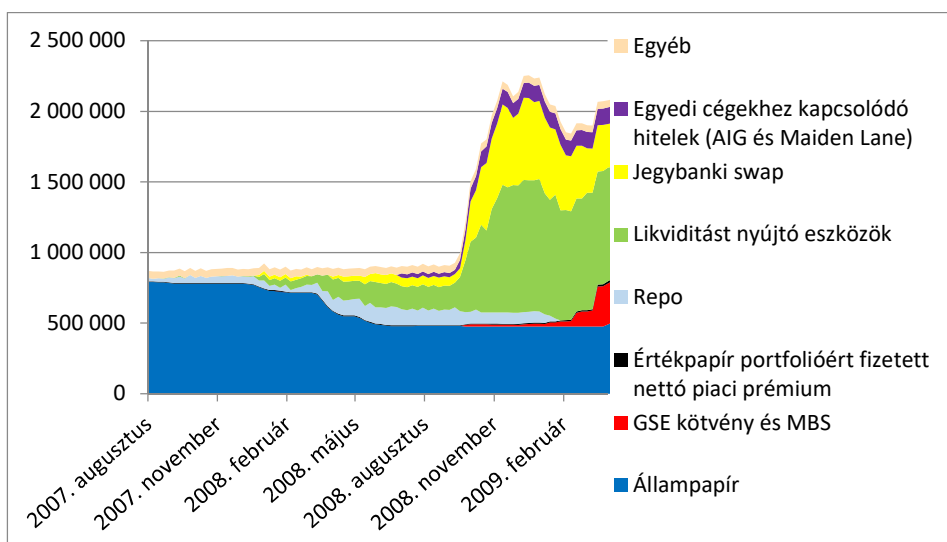
A Fed továbbá más jegybankokkal (legnagyobb összegben az EKB-val, de a BoE-del és a BoJ-nel is) deviza swap ügyleteket kötött, amelyek révén az adott jegybankok saját monetáris rendszerükben tudtak dollár likviditást nyújtani a pénzügyi intézményeknek. Ezek a nagy összegű swap ügyletek hozzájárultak ahhoz, hogy a Fed rendszerén kívüli külföldi bankok – saját jegybankjukon keresztül – dollár likviditáshoz jussanak. A kölcsönös kapcsolódások miatt ez nemcsak a külföldi, de az USA piacaira is csillapítóan hatottak.

⁵⁴ Az MMLFF keretén belül viszont nem került sor tranzakcióra.

⁵⁵ Maiden Lane LLC-k, Delaware-ban bejegyzett (offshore) cégek

⁵⁶ Tényleges hitelnyújtásra csak a Bear Sterns, illetve az AIG esetében került sor, továbbá két bankóriás, a Citigroup és a Bank of Amerika esetében született még hitel megállapodás, amelyek esetében viszont lehívásra végül nem került sor.

A Fed vészhelyzeti likviditásnyújtásának méretét és összetételét a 4. ábra szemlélteti. Jól látható, hogy a mérlegfőösszeg 2008 szeptemberéig változatlan maradt. Ezt követően nemcsak az összetétel módosult, hanem egyúttal a mérleg is felfújódott. Az is látható, hogy a jegybanki források iránti igények csillapodása a mérleg összehúzódásával járt volna 2009-ben, de ezt ellensúlyozta a Fed QE programjának megkezdése. Természetesen, a QE gyorsítja a vészhelyzeti likviditásnyújtó eszközök kivezetését, de ahogy az ábrán is látható, ezek csökkenése már a QE érezhető hatása előtt megkezdődött.



4. ábra: A Fed mérleg eszközoldalának alakulása (mUSD), forrás: Fed.

Az eurózónában a vészhelyzeti likviditásnyújtás a bankszektorra koncentrált. Az EKB a megnövekedett banki likviditási igénynek, a bizalomvesztésnek és az ebből adódó monetáris transzmissziós zavarnak⁵⁷

⁵⁷ Vagyis annak a kezelésére, hogy a rövid lejáratú bankközi és pénzügyi hozamok jelentősen megemelkedve elváltak a jegybanki kamatoktól, így a jegybanki szándéktól eltérő kondíciók alakultak ki. Lásd korábban 3. ábra.

a kezelésére összpontosítottak. 2008 októberében először a fő refinanszírozási tenderszabályokon változtatott úgy a jegybank, hogy a teljes banki igénynek megfelelő mennyiséget allokalta fix, a jegybanki alapkamaton rögzített áron, majd ezt a hosszabb távú likviditásnyújtó eszközökre is kiterjesztette, egyúttal szélesítve a jegybanki műveletekhez fedezetként elfogadható értékpapírok körét. Az európai bankok dollárlikviditásának biztosítása érdekében kiírt rendszeres dollár tenderekhez rendelkezésre álló forrást megduplázta a Fed-del kötött swap növelésével (120 milliárdról 240 milliárd dollárra). Csökkentette továbbá az O/N rendelkezésre állás kamatfolyosóját (200-ról 100 bázispontra), tompítva ezáltal a pénzpiaci kilengéseket, növelve a kamatpolitika hatékonyabb érvényesülését, továbbá csökkentve a likviditáshalmozás bankokat terhelő költségeit.⁵⁸ Ezek a lépések tehát a konvencionális eszköztáron végrehajtott olyan szokatlan módosításokból álltak, amelyeknek célja alapvetően a banki likviditás javítása és a forrásszerzés nehézségeinek enyhítése volt a válság idejére.⁵⁹

A BoJ és a BoE esetében is kiemelt szerepet kapott a bankrendszer likviditási igényének kielégítése. A BoE esetében erre példa a dollár

⁵⁸ Tipikussá vált az a banki magatartás az eurózónában, hogy a fő refinanszírozási tenderen megszerzett likviditást a bankok a rendelkezésre állás betéti eszközében tartották, félve a likviditási krízistől. Ezáltal ezen az összegen a jegybanki alapkamat és az O/N kamatfolyosó aljának kamata közötti veszteséget voltak kénytelenek elviselni.

⁵⁹ 2010-től, az euróválság hatására számos, közben megszüntetett likviditásnyújtó lépést újra bevezetett az EKB. 2011-ben került sor egy, a korábbiaktól eltérő logikájú intézkedésre is: az EKB a kötelező tartalékolás mértékét 2%-ról 1%-ra csökkentette. A tartalékráta módosítása annyiban lóg ki a sorból, hogy egy deklaráltan nem operatív eszköz változtatására került sor egy rövid távú cél érdekében.

likviditás nyújtása,⁶⁰ illetve a rendelkezésre állás módosítása, aminek során 2008 októberében a hagyományos rendelkezésre állás mellett egy tartósabb finanszírozást biztosító eszközt is létre hozott a jegybank.⁶¹ A BoE intézkedéseinek köre nemcsak a konvencionális eszközök módosítására terjedt ki, hanem megjelent a kritikus piaci szegmens, a jelzálogkötvény piac helyzetének konszolidálásának célja is. A BoE 2008 áprilisában elindított, majd a Lehmann Brothers bukása után kibővített speciális likviditási eszközének⁶² a keretében a bankok és jelzálog finanszírozással foglalkozó pénzügyi intézmények a jelzálogkötvényeiket likvid állampapírokra cserélhették egy maximum három éves swap ügylet keretében.⁶³

A BoJ válságkezelő lépései során is cél volt egyes piaci szegmensek védelme. Ilyen lépés volt a – korábban éppen nemkonvencionális beavatkozás során vásárolt – részvények eladásainak felfüggesztése, illetve a kereskedelmi kötvények ellenében végzett repó műveletek gyakoriságának és összegének növelése. A BoJ továbbá már 2001 óta folytatott mennyiségi lazítást, amelyet 2008 végén mennyiségében és az értékpapírok futamidejét tekintve is kiterjesztett. Ezek ugyan nemkonvencionális eszközök, ugyanakkor nem jelentettek újdonságot a japán jegybank eszközei között. A BoJ többi lépése – dollár likviditás nyújtása, értékpapír vagy összegyűjtött hitelek fedezete mellett a banki

⁶⁰ A BoE ugyanakkor swap ügyleteket kötött az EKB-val, valamint a svájci és a kanadai jegybankkal is, de végül csak dollár likviditásnyújtó eszközt kellett alkalmaznia.

⁶¹ Discount Window Facility

⁶² Special Liquidity Scheme, ennek keretében 185 milliárd font értékben biztosított likvid papírokat a bankrendszernek. (adat forrása: BoE)

⁶³ A likvid állampapírok pedig már alkalmasak/használhatók voltak a likviditásszerzésre.

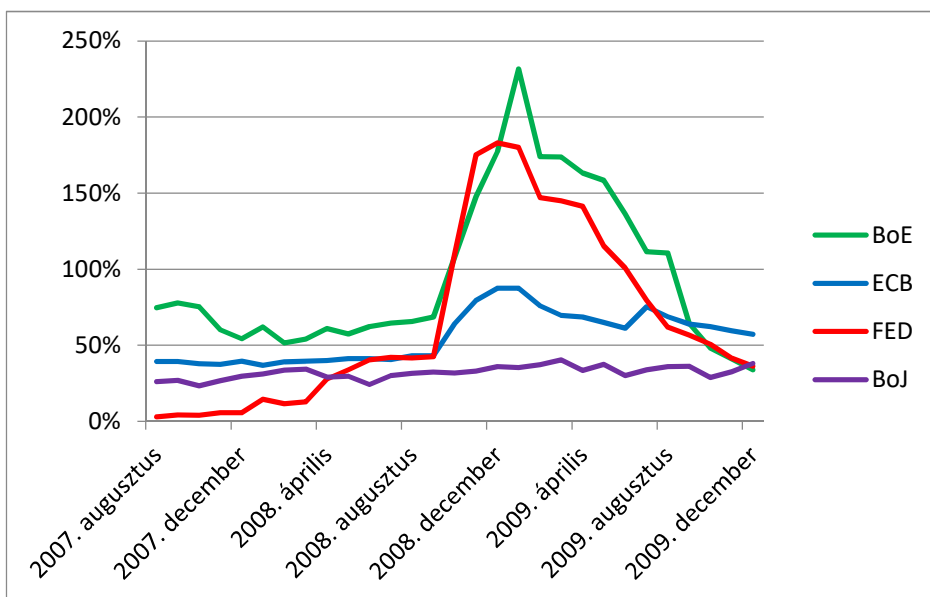
likviditási igények teljes körű kielégítése, továbbá betéti kamat fizetése a szabad tartalékokra a konvencionális eszközök módosítását jelentették. Minden más jegybanki gyakorlattól eltért viszont egy olyan eszköz bevetése, amit maga a BoJ is „extrém rendhagyónak” minősített.⁶⁴ A BoJ ezen eszköze 10 éves futamidejű, alárendelt kölcsöntőke juttatását ajánlotta bankok részére. Bár 2010 elejéig több tendert is tartottak, ténylegesen – banki igény hiányában – csak minimális értékben⁶⁵ került sor tranzakcióra. Mindazonáltal ez sem volt új eszköz a BoJ történetében, mivel már korábban, 1998-ban is került sor ilyen ügylet alkalmazására.

Az egyes jegybankok által alkalmazott vészhelyzeti likviditásnyújtás méretét és irányát mutatja az 5. és 6. ábra. Jól látható, hogy az USA-ban, konvencionálisan minimális szerepe volt a likviditásnyújtó hiteleszközöknek. Ugyanakkor a Fed mérlegében időben a többi jegybankot megelőzve, a jegybanki mérleg eszközoldalának átalakulásával növekedésnek indultak ezek az eszközök. A Lehmann Brothers bukását követően a jegybanki intézkedések különösen a Fed és a BoE, kisebb mértékben EKB esetében a mérleg jelentős növekedésével jártak együtt. Ekkor a BOJ esetében még jóval kisebb mérlegbővülés volt megfigyelhető, ami jól mutatja, hogy a japán bankrendszer érintettsége kisebb volt a válságban. Az eltérések mögötti további okként említhető a piaci közvetítés közötti különbségek, amelyek miatt egyrészt eltérő eszközökből állt a válságkezelés, másrészt eleve eltérő súlya volt a likviditásnyújtó jegybanki eszközöknek. A BoE esetében a kiemelkedő értéket részben magyarázza a

⁶⁴ lásd BoJ közlemény: Provision of Subordinated Loans to Banks 2009.03.17, https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2009/fsky0903a.htm/

⁶⁵ 20 milliárd YEN (adat forrása: BoJ)

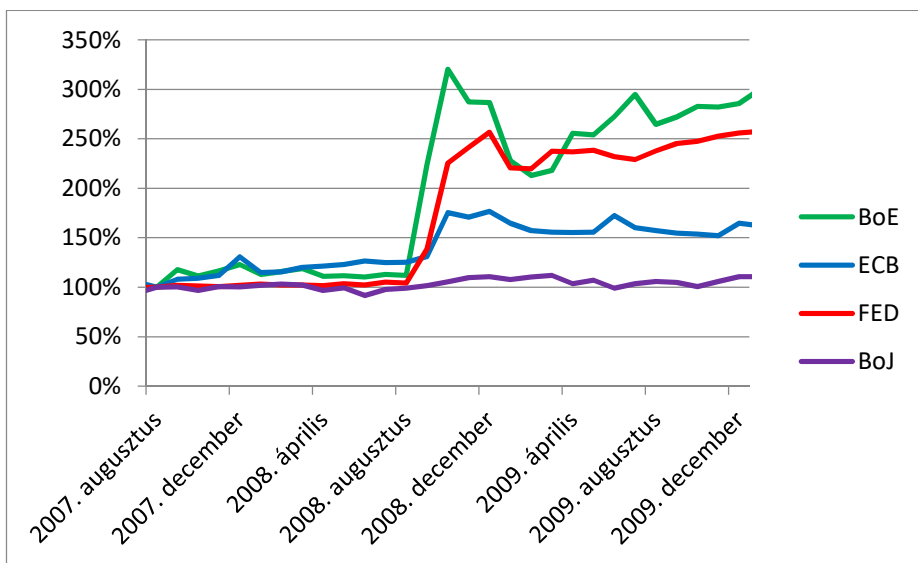
bankmentések során⁶⁶ nyújtott egyedi hitelek mérete. Látható az is, hogy a piac megnyugvásával a jegybanki kölcsönforrások iránti igény gyorsan csökkent, amihez a Fed és a BoE esetében a mennyiségi lazítás megkezdése is hozzájárult 2009-ben.



5. ábra: Vészhelyzeti likviditásnyújtó eszközök súlyának alakulása a válságot megelőző jegybanki mérlegfőösszegekhez képest (százalék),⁶⁷ forrás: Fed, EKB, BoE, BoJ.

⁶⁶ Royal Bank of Scotland és HBOS 2008 őszén.

⁶⁷ A viszonyítás a 2007. augusztusi mérlegfőösszegekre került vetítésre. Az eszközök között a jegybanki kölcsönforrások kerültek számbavételre, a hagyományos eszközök mellett a 2009 végéig alkalmazott nemkonvencionális eszközöket, az egyedi hiteleket, piaci szegmensekre irányuló programokat is figyelembe véve (de kihagyva a mennyiségi lazítás jegybanki vásárlásait).



6. ábra: Jegybanki mérlegek bővülése a pénzügyi válság időszakában a válságot megelőző időszak mérlegfőösszegéhez képest (százalék),⁶⁸ forrás: Fed, EKB, BoE, BoJ.

Az előzőekben tárgyalt vészhelyzeti likviditásnyújtó eszközök használatából, nemkonvencionális jellegükre vonatkozóan az alábbiakat lehet következtetésként levonni:

- A jegybankok a hagyományos eszközökön rendkívüli változtatásokat hajtottak végre és/vagy rendkívüli mértékben használták azokat;
- Nem operatíván használt eszközöket operatív módon alkalmaztak;
- A konvencionális szereplőkön és piacokon túlmenően fejtették ki tevékenységüket.

A szakirodalomban elsősorban a jegybanki QE programok és azok során alkalmazott nemkonvencionális eszközök használata került fókuszba. A disszertáció hangsúlyt helyezett arra is, hogy a válság során alkalmazott

⁶⁸ A viszonyítás a 2007. augusztusi mérlegfőösszegekre került vetítésre.

vészhelyzeti likviditásnyújtó eszközök milyen tartós hatással jártak a monetáris politikára nézve. Ezt három tényezőben lehet megnevezni. Egyrészt, világossá vált, hogy a jegybankok végső hitelnnyújtói szerepe a jövőben már nem értelmezhető kizárólag a bankszektorra. A kölcsönös kapcsolódások miatt a válság során az árnyékbankrendszer kulcsszereplőinek és szegmenseinek állapota a monetáris rendszer likviditására, a bankok forrásszerzési lehetőségeire és monetáris transzmisszióra is meghatározó befolyással van. Ez utóbbi szükségessé teszi nem csupán a jegybanki ügyfélkör⁶⁹ kibővítését, hanem a jegybanki eszközök (pl. rendelkezésre állás) és azok szabályainak tartós átalakítását is. Jellemzően nemcsak szélesedtek a jegybanki likviditásnyújtó eszközök (bővült az eszközök száma, a fedezetek lehetséges köre, és a jegybankképes ügyfélkör), hanem a likviditásnyújtás időtávja is hosszabbodott.

A monetáris politikára gyakorolt másik hatás abból eredeztethető, hogy a piacok és a szereplők globális összekapcsolódása miatt a jegybankok együttműködésére, illetve összehangolt lépéseire is szükség van a vészhelyzeti válságkezelés során. Bár került sor ilyen intézkedésekre a válságkezelés időszakában,⁷⁰ a nemzetközi koordináció koncepcionális és intézményi keretei alapvetően hiányoznak.

A harmadik tartós hatás pedig abban látható, hogy végső soron megkerülhetetlenné vált az a korábbi fejezetben tárgyalt kérdés, hogy a

⁶⁹ eligible counterparty

⁷⁰ Példaként hozható fel erre az említett devizaswap ügyletek esete, a 2008. október 8-i, továbbá a 2011. november 30-i, több vezető jegybank által a piacok megnyugtatására tett közös nyilatkozat és időben összehangolt intézkedéscsomag.

pénzügyi stabilitási feladatuk ellátása érdekében milyen addicionális eszközöket és felhatalmazást kapjanak a jegybankok.

Fontos megjegyezni még a végső hitelnyújtói szereppel kapcsolatban, hogy a 2007-2008-as pénzügyi válság kezelése során a jegybanki lépések több esetben is összefonódtak vagy kiegészültek kormányzati intézkedésekkel. Utóbbiak célja számos esetben irányult a reálgazdaságon túl a pénzügyi stabilitás speciális lépésekkel való helyreállítására, illetve biztosítására. Nyilván ide tartozik elsősorban a bankok, de esetenként más pénzügyi közvetítők állami forrásokból történő kimentése.⁷¹ A kormányzatok részéről nem kizárólag ilyen kimentésekre került sor, hanem a jegybanki eszközöket kiegészítő pénzpiaci beavatkozásokra is. Utóbbiak közé tartozik például a pénzpiaci alapok árfolyamára adott kormányzati garancia az USA-ban,⁷² illetve az Egyesült Királyságban a bankszektor forrásszerzésének megsegítésére nyújtott kormányzati garancia program.⁷³

⁷¹ Példaként említhetők az Egyesült Királyságban a Royal Bank of Scotland és a Northern Rock állami kivásárlása, egyes európai országok hasonló bankmentései, az USA-ban a Troubled Asset Relief Program (TARP) keretében történt banki feltőkésítések, továbbá az amerikai jelzálogkötvény piac alapját adó ún. kormányzat-közeli intézmények (Fannie Mae és Freddie Mac) állami gondokság (conservatorship) alá vétele.

⁷² 2008 szeptember végén indított kormányzati Temporary Guarantee Program for Money Market Funds, amely révén a pénzpiaci alapok befektetési jegyeinek árfolyamesése ellen lehetett állami garanciát igénybe venni. A cél az volt, hogy megakadályozza a pánikszerű tőkekiáramlást az árnyékbankrendszernek, és a kereskedelmi kötvényekbe való befektetéseik révén a reálgazdaságnak a finanszírozásában kulcsfontosságú piaci szegmensből.

⁷³ A 2008 októberében létrehozott Credit Guarantee Scheme, amelynek révén a kiválasztott nagybanki kör tagjai meghatározott hitelek mögé kormányzati garanciát kaphattak. A program 250 mrd font értékben rövid és középlejáratú hitelekre nyújtott

A jegybank lépései mögött is állt esetenként kormányzati garancia az esetleges veszteségek fedezetére, mint például a BoE legfontosabb vészhelyzeti eszköze, az SLS mögött. A kormányzati beavatkozások szükségessége és mérete jól jelzi, hogy 2008 őszén a piaci probléma túlnőtt a jegybankok végső hitelnnyújtói képességén.

4.3.3. Nemkonvencionális jegybanki eszközök a válságot követően

A pénzügyi válság csillapodásával a jegybankok vészhelyzeti likviditásnyújtó eszközei iránti piaci igény is csökkent. A kölcsönjellegű jegybanki refinanszírozás csökkenése a jegybanki mérleg együttes összehúzóódásával járt. Ugyanakkor a reálgazdasági hatások súlyossága ekkor vált nyilvánvalóvá. A gyors visszaesést követően a gazdaság helyreállása bizonytalan volt, hitelszűke és defláció fenyegetett. A krízis súlyossága miatt a nominális kamatokat a vezető jegybankok már zéró szintre vagy annak közelébe csökkentették. A szükséges további monetáris ösztönzéshez tehát a hagyományos kamatpolitikán túli eszközöket kellett keresni.

Bernanke és Reinhart (2004) a zéró kamathatárba ütközés esetén a várakozások befolyásolását célzó kommunikációs lehetőségeket, valamint a jegybanki mérleg változtatását jelölték meg a monetáris politika alternatív, nem konvencionális eszközeként, amellyel további monetáris

garanciát a banki forrásszerzés elősegítésére és a pénzpiacok működésének helyreállítására.

stimulust lehet kiváltani akkor, amikor arra konvencionális eszközzel már nincs lehetőség.

Utóbbinak két módját különböztették meg: a jegybanki mérleg növelését, illetve a jegybanki mérleg összetételének változtatását. A jegybanki mérleg növelése során a jegybank a forrásoldal mennyiségi növelésére helyezi a hangsúlyt, amely a bankrendszer szabad tartalékainak jelentős bővülésével jár, miközben az eszközoldal összetétele nem változik (a „több ugyanabból, mint korábban” elvnek megfelelően). Ezt nevezhetjük klasszikus vagy tiszta mennyiségi lazításnak.⁷⁴ A másik említett mód, a jegybanki mérleg összetételének változtatása nem felétlenül jelenti a mérleg bővülését, itt a hangsúly az eszközoldal változtatásán van, például hosszabb lejáratú államkötvények vásárlásával. Amennyiben az eszközoldalon a változás nem pusztán ebben merül ki, hanem más értékpapírok (például jelzálogkötvények) vásárlására is sor kerül, akkor ez már átvezet a hitelpiaci beavatkozás, a hitellazítás területére, mint annak egyik lehetséges módja. Krekó et al. (2012) a nemkonvencionális eszközök besorolásában két alaptípust különböztetnek meg aszerint, hogy az eszköz célja általánosan a hozamgörbe lejáratú laposítása vagy egy kiválasztott piaci szegmens kockázati felárának csökkentése.

A fenti két lehetőségen túl a jegybank a monetáris politikára vonatkozó várakozásokat is befolyásolhatja oly módon, hogy kommunikációjában előrevetíti a laza monetáris kondíciók (a zéró kamat) tartós, hosszú távon való fenntartását. Tekintettel arra, hogy a hosszú távú kamatok a rövid

⁷⁴ Meg kell jegyezni ugyanakkor, hogy más a helyzet ahol a jegybankmérleg eszközoldalán hagyományosan a kölcsöneszközök dominálnak, mint például az EKB esetében. Itt a tiszta mennyiségi lazítás esetén a jegybank eszközoldalának az összetétele is változik egyben, hiszen nő a nem kölcsöneszközök aránya.

kamatok sorozatával állíthatók elő, így egy kellően hiteles jegybank a jövőbeli rövid távú kamatokra vonatkozó várakozások megváltoztatásával képes hatni a kamatgörbe hosszabb távú részére is.

Az elmúlt évek jegybanki gyakorlata alapján, a fentieket kiegészítve, további lehetőségként nemkonvencionális eszközként kell említeni a negatív kamatokat is.

4.3.3.1. Mennyiségi lazítás

A válságot követően a vezető jegybankok mindegyike élt a jegybanki mérleg változtatásának eszközével, amelynek során nemcsak jelentősen bővült a mérlegük, de az értékpapír vásárlások a mérleg eszközoldalát is lényegesen átalakították. Ezeknek a programoknak a megnevezése széles körben mennyiségi lazításként terjedt el az üzleti és az akadémiai szóhasználatban egyaránt, ezért a disszertáció is így használja. Az amerikai jegybank volt elnöke, Ben Bernanke ugyanakkor többször megjegyezte,⁷⁵ hogy a történetekre a mennyiségi lazításnál jóval megfelelőbb a nagy léptékű eszközvásárlási program⁷⁶ kifejezés használata, mivel valójában a mérlegbővítés mellett az eszközösszetétel is változott. Sőt, mivel nem csak állampapír vásárlásra került sor, így ún. hitellazító elemeket is tartalmaztak a jegybanki QE programok. A BoJ által használt kifejezést tarthatjuk a legpontosabbnak, amely a programját mennyiségi és minőségi monetáris lazításként nevezi.⁷⁷ A továbbiakban mindenesetre ezeket az összetett

⁷⁵ lásd például (Bernanke, 2012)

⁷⁶ Large Scale Asset Purchase Program

⁷⁷ Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE)

programokat QE néven használja a disszertáció, amelyek során a jegybankok mérlege bővül és egyúttal annak összetétele is változik.

A fenti értelemben vett QE programok a jegybanki várakozások szerint számos csatornán keresztül hatnak a gazdaságra. Ezek esetében is igaz, hogy a transzmissziós mechanizmus végső soron a konvencionális kamateszközökhöz hasonlóan megy végbe. A QE célja, hogy a hosszú lejáratú kamatokat csökkentse a jegybank, aminek hatására a transzmisszió az eszközárakon, valuta árfolyamokon és hitelezési csatornákon keresztül történik.

Ugyanakkor a QE esetében bizonytalanabb a tényleges hatásmechanizmus teoretikus indoklása. Bernanke et al (2004) három alapvető, a portfólió-átrendezési, a fiskális és a várakozásokra gyakorolt hatáson keresztül feltételezik a QE működését:

- Portfólió-átrendezési hatáson keresztül. Ennek alapja az, hogy a pénzügyi eszközök (beleértve magát a pénzt is) nem tökéletes helyettesítői egymásnak, így első körben a jegybanki vásárlásokkal érintett eszközök kínálata csökken, ára emelkedik, azaz hozamuk csökken. Az ezeken a piacokon bekövetkező árváltozás várhatóan további piacokra is átgyűrűzik, mivel jegybanki vásárlások hatására megnövekedett pénzkészleteiket, legalábbis annak egy részét más pénzügyi eszközökbe csoportosítják át a szereplők. Ennek hatására növekszik azok ára is, csökken a hozamuk.⁷⁸ Az általános

⁷⁸ Pusztán a jegybanki mérleg növelésének (ami az eszközoldal összetételét nem érinti) is lehet ilyen hatása. Ugyanis csak a bankok számára elérhető lehetőség az, hogy a jegybanknál szabad tartalékot halmozzanak fel, amely a rövid lejáratú kockázatmentes eszközökkel gyakorlatilag helyettesítő eszköznek tekinthető. Mások számára ez nem

kamatcsökkenés következtében pedig a már említett hagyományos csatornákon keresztül várható pozitív hatás a gazdaságra.

- Fiskális hatáson keresztül. A csökkenő hozamok a kormányzati költekezés előtt teret nyitnak, mivel olcsóbbá teszik a finanszírozást. Változatlan adósságállomány pálya mellett ez lehetőséget ad az adósságszolgáltatón kívüli kiadások növelésére, vagy az adóterhelés tartósabb csökkentésére, amelyek a gazdaság számára ösztönzők.
- Várakozásokra gyakorolt hatáson keresztül. Zéró kamatok esetén a likviditási csapda a szereplőket visszatartja a pénzügyi eszközök vásárlásától, illetve a hitelezéstől. Amennyiben a jegybank saját maga mérlegében az eszközoldalon jelentős kitettséget vállal mint hitelező, ez a piaci szereplők számára azt a jelzést közvetíti, hogy a jegybank a laza monetáris politika tartós fenntartásában elkötelezett. A kamatok gyors emelése az eszközoldalon felhalmozott értékpapírok árcsökkenése (és/vagy a forrásoldalon fizetendő kamatok növekedése) miatt jelentős veszteségeket okozna a jegybanknak. A szereplők – többek között – emiatt gondolhatják azt, hogy ez a körülmény megfontolásra készítheti a jegybankot, illetve átértékelhetik azt, hogy

elérhető alternatíva. Ezért amennyiben a pénz (beleértve a rövid bankbetétet) nem tökéletes helyettesítője a jegybanki vásárlások miatt szűkössé váló rövid állampapíroknak, akkor a nem banki szereplők is átrendezik a portfóliójukat. Ha a jegybanki mérleg eszközoldala is változik, azaz hosszú lejáratú államkötvényeket vásárol a jegybank, akkor közvetlenül csökkentheti ezen a szegmensen a lejáratú prémiumot, más adósságpapírok vételével (például jelzálogkötvények) közvetlenül is hathat az adott eszközök kockázati prémiumára. Ezek pedig nagyobb valószínűséggel vezetnek portfólió-átrendezéshez a piacon.

a jegybank milyen hosszú ideig tartja fent majd a laza kondíciókat. A várakozásokat így módon befolyásolva pedig oldhatja a likviditási csapdahelyzetet.

Ezek a hatások annál erősebbek, biztosabbak lehetnek, minél nagyobb a QE mérete, illetve minél hosszabb lejáratú spektrumig, minél szélesebb körben vásárol eszközöket a jegybank. Thornton (2015) rámutat, hogy nemcsak az számít, hogy az érintett részpiac(ok) méretéhez képest mekkora léptékű a jegybanki program, hanem értelemszerűen az érintett piac és a teljes pénz- és tőkepiac arányához, illetve az utóbbi méretéhez is kell viszonyítani jegybanki vásárlás méretét a várt hatásra nézve.

A QE fentiekben részletezett hatása elméletileg ellentmondásos, alapvetően piaci tökéletlenségen alapul. Bernanke egy konferencián, erre irányuló kérdésre válaszolva, elhíresült kijelentésében így fogalmaz: "Az a probléma a QE-vel, hogy a gyakorlatban működik az, ami az elmélet szerint nem lehet." (Bernanke, 2014, p. 14)⁷⁹ Részletesen tárgyalja hatásosság elméleti alapját Woodford (2012) és azt is felhasználva, a német jegybank QE tanulmánya (Deutsche Bundesbank, 2016). Ezek alapján az alábbiakban foglalhatók össze azok az elméleti kritériumok, amelyek feltételezése esetén, a QE hatástalan:

⁷⁹ Szó szerint: „The problem with QE is that it works in practice, but it doesn't work in theory.” Bernanke ezt 2014. január 16-án a Brookings Institution "Central Banking after the Great Recession: lessons learned and challenges ahead" című konferencián egy kérdésre válaszolva mondta, visszautalva Williams-nek a konferencián bemutatott tanulmányára, amelynek bevezetése az volt, hogy „a közgazdász az az ember, aki ha azt látja, hogy a gyakorlatban valami működik, akkor kíváncsi arra, hogy az vajon az elméletben is fog-e”. (Williams, 2014, p. 1.)

- amennyiben a pénzügyi eszközöket a szereplők kizárólag pénzügyi hozamuk és kockázatuk alapján értékelik, minden egyéb, az adott eszköz tartásához köthető hasznosságot figyelmen kívül hagynak;
- a pénzügyi piacok nem szegmentáltak, nincsenek súrlódások és korlátok (leszámítva a szereplők költségvetési korlátját);
- a pénzügyi eszközök minden befektető számára a kívánt mennyiségben, az adott áron megvásárolhatók, anélkül hogy az más szereplők vásárlási lehetőségére befolyással lenne;
- továbbá a jegybank esetleges veszteségeit, ami a QE-ből származik, jövőbeli adók fedezik, azaz a magánszektor jövedelmi pozíciója változatlan marad.

Fenti feltételek esetén a jegybanki mérleg mennyiségének növelése, annak összetételének változása esetén sem gyakorol hatást a piaci eszközök árára, a jegybanki vásárlás nem fogja a piaci szereplőket portfólió-átrendezésre ösztönözni, továbbá nem változtat a szereplők hosszú távú jövedelmén, így nem fogja a gazdaságot élénkíteni. Legtöbben egyetértenek persze abban, hogy bár ezek a szigorú feltételek a valóságban nem teljesülnek, mindenestre az említett csatornák – különösen a portfólió-átrendezés – hatásossága a különböző piaci tökéletlenségek jelenlététől és mértékétől függ. Woodford (2012b) ezért konklúzióként olyan monetáris politikai kombinációt tart jónak, amelyben a várakozások formálása érdekében a jegybank elkötelezi magát, hogy a kamatpolitikáját egy a világos jövőbeli cél eléréséig fenntartja és emellett egy olyan QE-t valósít meg, amelynek

nagy valószínűséggel azonnali és minél közvetlenebb stimulusa van a gazdaságra.⁸⁰

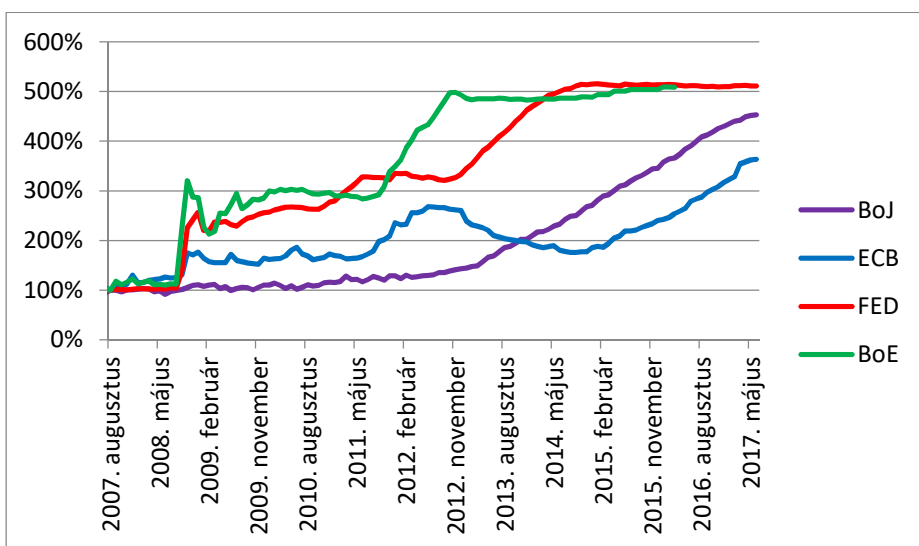
Haldane et al (2016) arra hívják fel a figyelmet, hogy nemkonvencionális monetáris politika sikerességét befolyásoló súrlódások és korlátok a pénzügyi piacokon gyorsan változhatnak, így az eszközök várt hatásossága is változékony lesz. Christensen és Krogstrup (2016) azt mutatják be, hogy a portfólió-átrendezési hatás erőssége függ attól, hogy a jegybanki vásárlásokra mennyiben banki vagy nem banki szereplőktől kerül sor. Szemben a bankoktól történő jegybanki vásárlással, a nem banki szereplőktől való értékpapír vételek révén ugyanis nő a bankszektor mérlegfőösszege, ami miatt a bankok késztetése is erősebb arra, hogy értékpapír vásárlással ők is változtassanak az eszközoldalukon. A dolog jelentőségét az adja, hogy zero kamat környezetben a bankok számára a megnövekedett tartalékok használdozat költsége elhanyagolható az alternatív rövid lejáratú kockázatmentes állampapírokhoz képest, ezért a szabad tartalékoknak a saját likviditási igényükön felüli növekedése számukra indifferens lesz, nem ösztönzi őket a hitelezés bővítésére. Christensenék megállapítását ezért ki lehet egészíteni azzal, hogy minél inkább bankorientált egy országban a pénzügyi közvetítés, illetve minél nagyobb arányban kerülnek a jegybanki eszközvásárlások hatására megnövekedett pénzkészletek rövid lejáratú banki betétbe, annál kevésbé

⁸⁰ Konkrét példaként a nominális GDP cél eléréséhez kötött kamatpolitikát jelzálogkötvény vásárlással vagy hitelezést célzó refinanszírozással ösztönző eszközzel (funding for lending) kombinálva említi.

lesz hatásos a QE.⁸¹ A hatásosság szempontjából továbbá azt is számításba kell venni, hogy számos szereplő, elsősorban a kisvállalkozások és a lakosság számára a QE ellenére továbbra is alapvetően a bankhitel az elérhető külső finanszírozási forma.

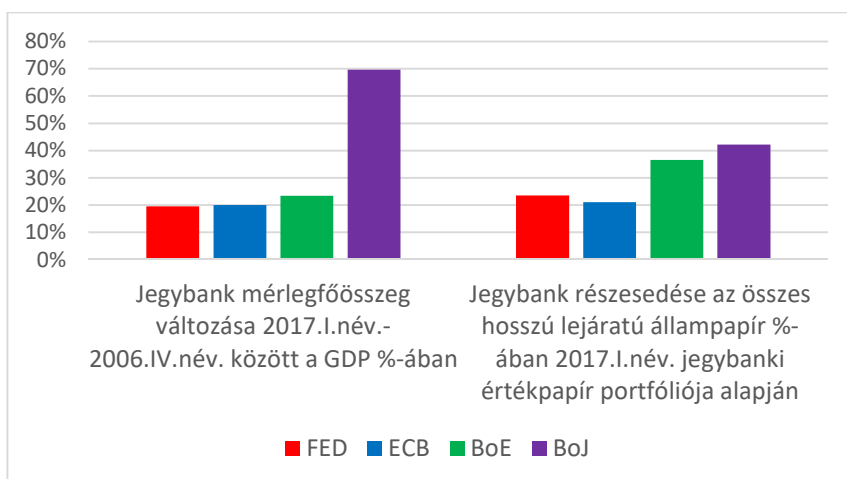
A válságot követő években a vezető jegybankok mindegyike összetett QE programot hajtott végre, ahol a jelentős mérlegbővítés mellett a mérleg eszközoldalának átalakítása és a hitellazító lépések egyaránt hangsúlyosak voltak. A végrehajtás különbségei mellett a programok végső céljai azonosak voltak: a lejáratú és célzott kockázati prémiumok csökkentésével a hitelezés fellendítése, a kereslet ösztönzése, a defláció elkerülése. A programok nagyságrendje kiemelkedő volt: jelentősen, a korábbi többszörösére bővítették a jegybankok mérlegfőösszegét, számottevő méretet tettek ki a GDP, illetve az érintett értékpapírok – főként az állampapírok – piaci állományához képest, a jegybankok a vásárlásaikkal meghatározó erőt képviseltek a piacokon (lásd 7. és 8. ábra).

⁸¹ Utóbbi magyarázatát az adja, hogy pusztán a rövid lejáratú betétek, folyószámla egyenlegek növekedése a forrásoldalon zéró kamatok esetén költségoldalról nem kényszeríti a bankokat a hitelezés bővítésére.



7. ábra: Jegybanki mérlegek bővülése a válságot megelőző időszak mérlegfőösszegéhez képest (százalék),⁸² források: Fed, EKB, BoE, BoJ.

⁸² A viszonyítás a 2007. augusztusi mérlegfőösszegekre került vetítésre. A BoE esetében 2016. márciusi volt az utolsó rendelkezésre álló adat a mérlegfőösszegekről.

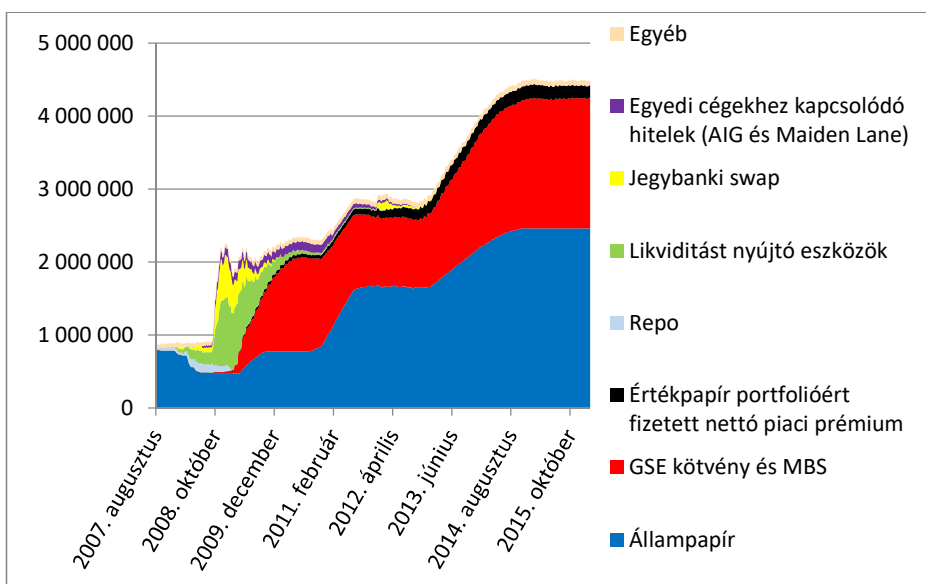


8. ábra: A vezető jegybankok QE programjainak mérete a jegybanki mérlegfőösszeg változásnak a GDP-hez, illetve a hosszú lejáratú állampapír vásárlásnak a piachoz viszonyított súlya szerint (százalék).⁸³

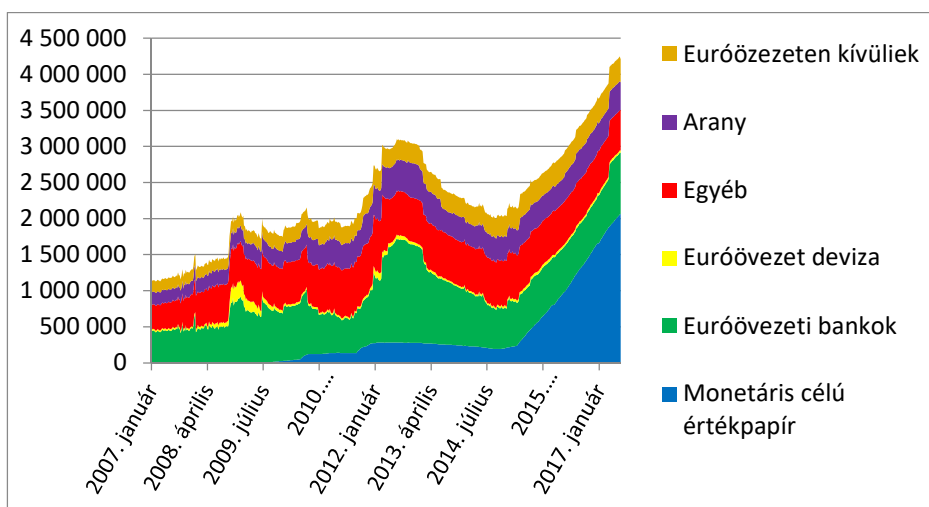
források: EKB, Fed, BoE, BoJ, UK Government Debt Management Office, US Treasury

A jegybankok hosszú lejáratú eszközöket, széles lejáratú spektrumban vásároltak. A vásárlásokon belül domináltak (EKB, BoE és BoJ) vagy legalábbis többségben voltak (Fed) a hosszú lejáratú állampapírok. A programok hatásosságát mindenhol előretekintő iránymutatás erősítette, továbbá az ügyletek során nemcsak bankoktól, hanem szélesebb ügyfélkörtől vásároltak értékpapírokat. A programok közötti eltérések részben a pénzügyi közvetítő rendszerek különbségeiből, részben az eltérő kihívásokból adódtak. A jegybanki QE programok alakulását és összetételét a 9-12. ábrák mutatják.

⁸³ A mérlegfőösszeg 2017. I. negyedév végi és 2006 év végi adataiból vett változás a 2015. évi GDP adatokra vetítve került bemutatásra. Az állampapír hányad a 2017. március végi jegybanki portfólió állományt és a teljes (piaci + jegybank) kinnlevő állományt veti össze, utóbbi vonatkozásában, a Fed esetében – a helyes összevethetőség érdekében – a 2014. októberi (a Fed QE3 lezárásának időpontja) kinnlevő állampapír állománnyal készült a számítás. Az EKB által tartott portfólió a szupranacionális intézmények kötvényei nélküli adatokkal került figyelembe vételre.

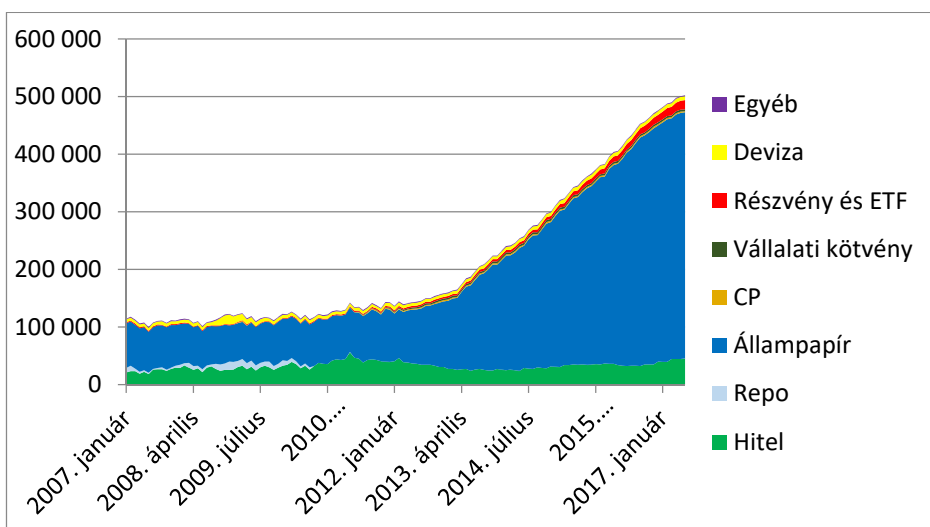


9. ábra: A Fed mérleg eszközoldalának alakulása (mUSD), forrás: Fed.

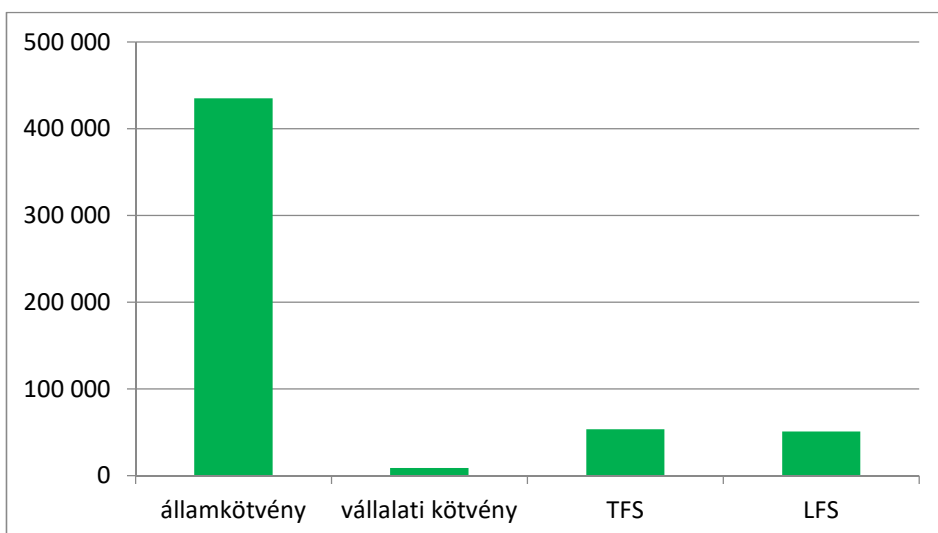


10. ábra: Az eurórendszer konszolidált mérlege eszközoldalának alakulása (mEUR), forrás: EKB.⁸⁴

⁸⁴ A hagyományos EKB számbavétellel való összevetés érdekében: az egyéb értékpapírokat az „egyebek” között veszi számba az ábra. „Euróövezeti bankok” alatt az euróövezeti hitelintézetekkel szemben monetáris műveletekből eredő jegybanki hiteleket



11. ábra: A BoJ mérlege eszközoldalának alakulása (mrd YEN), forrás: BoJ.



12. ábra: A BoE eszközvásárlásának és refinanszírozási programjainak fennálló állománya 2017.I. negyedév végén (mGBP), forrás: BoE.

és a velük szembeni egyéb jegybanki követeléseket összegzi. Ezen kívül az euróövezeti rezidensekkel szembeni deviza és az övezeten kívüliekkel szembeni deviza és euró követeléseket mutatja.

A Fed esetében a nagy jelzálog finanszírozók kötvényei⁸⁵ az állampapírokkal közel azonos súlyt kaptak a jegybank értékpapír vásárlásaiban. Ennek oka az adott szegmens méretében és jelentőségében keresendő.⁸⁶ Méretüket tekintve máshol a magán kibocsátású értékpapírok jegybanki vásárlásainak az állampapírokhoz mért relatív mértéke messze nem érte el az amerikaiakat, de az adott piac méretéhez képest számottevő volt.

Az EKB, BoE és BoJ részéről sor került vállalati kötvénylvásárlásokra, valamint az EKB részéről eszközfedezetű, továbbá regionális kormányzatok, szupranacionális intézmények kötvényére. A BoJ esetében részvény és ingatlan ETF befektetési jegyekre is kiterjedt a QE program. Szemben az USA-val, máshol a bankrendszer pénzügyi közvetítésben nagyobb szerepet töltött be. A BoE, a BoJ és az EKB is ezért egyaránt indított olyan hitelösztönző programokat is, amelyek olcsó és tartós refinanszírozást biztosítottak a kereskedelmi bankoknak a vállalati hitelezés szinten tartása / növelése érdekében.⁸⁷

⁸⁵ Az amerikai jelzálogkötvény piac döntő részét adó, már említett, ún. kormányzat közeli pénzügyi intézmények (GSE), közismert nevükön Fannie Mae, Freddie Mac és Ginnie Mae által kibocsátott kötvények és jelzálogpapírok adják.

⁸⁶ A három nagy jelzálog finanszírozó által kibocsátott jelzálogpapírok állománya a válság kitörésekor csaknem elérte az állampapír állomány nagyságát, míg a teljes jelzálogpapír állomány a piaci állampapír állománynak közel kétszerese volt (adatok forrása: SIFMA). A GSE intézmények által kibocsátott értékpapírok pedig a pénzpiacon az állampapírokkal közel azonos formában használt fedezeti eszközöknek számítottak. A Fed célja volt ezen, a válság során leginkább érintett piaci szegmensben a helyzet javítása, mivel ennek a piacnak az állapota, árazása közvetlenül befolyásolta a teljes lakáshitelezés alakulását.

⁸⁷ EKB: Targeted Long Term Refinancing Operation (TLTRO); BoE: Funding for Lending Scheme (FLS); BoJ: Loan Support Program (LSP).

A QE gyakorlatban megvalósult hatásosságát illetően túlnyomó többségben vannak azok, akik szerint a jegybankok eredményesen tudtak lazítani a monetáris kondíciókon. A témában a válságot követően született empirikus tanulmányokat összegezve többen⁸⁸ is erre a megállapításra jutottak. Általánosan levonható ezekből az a következtetés, hogy használatukkal a jegybankok eredményesen tudták csökkenteni a hosszú kamatokat, lazítottak a finanszírozási korlátokon, sikerült a reálgazdaságra pozitívan hatniuk, gyorsabb és erőteljesebb kilábalást eredményezve a válság okozta sokkot követően.⁸⁹ Gagnon (2016) kiemeli, hogy a piaci pánik lecsillapítása révén a QE különösen erőteljes hatású válságos időben, de normál időben – elsősorban a portfólió-átrendezési csatornán keresztül – is szignifikáns marad a hatása. Ahol alkalmazták, ott az állampapír hozamokat csökkentette, ami további piacokra is átgűrűzött.

Ball et al. (2016) emellett azt emelik ki, hogy a legtöbb tanulmány a kötvényhozamok csökkenését tartósnak találta, illetve azt, hogy nem találtak olyan tanulmányt, amely szerint a QE programok nem hatottak ezekre. Reza et al. (2015) arra hívja fel a figyelmet, hogy a QE programok hatásossága csökkenő, az amerikai és az angol tapasztalatok szerint a kezdeti eszközvásárlások hatása erőteljesebb volt, mint a későbbieké. Az egyik lehetséges magyarázat erre az, hogy a későbbi QE programok jóval a piaci pánik időszakán kívül születtek meg, ezért ekkor piacnyugtató hatásuk már nem volt, illetve a későbbi QE programok nem vagy csak

⁸⁸ Gagnon (2016), Ball et al. (2016), Borio és Zabai (2016), Haldane et al. (2016) és Reza et al. (2015)

⁸⁹ Az eredmények tekintetében vannak persze szkeptikusok is. Thornton (2015) véleménye szerint empirikusan nem vagy csak kis mértékben igazolható, hogy amerikai hozamok csökkenése a vonatkozó időszakban a QE programok hatására következett be.

kisebbséggel voltak, mivel a tartósan alacsonyabb jegybanki kamatok már korábban beépültek a várakozásokba.⁹⁰

Borio és Zabai (2016) azt emelik ki az általuk vizsgált tanulmányok alapján, hogy utólag nehézkes a hatás szétválasztása a portfólió-átrendezés és a várakozási csatorna között, inkább az vonható le következtetésként, hogy mindkét csatorna működött. Haldane et al. (2016) arra is kitérnek, hogy országonként és egy adott országon belül időben is változó volt a QE hatásossága, továbbá figyelemre méltónak találták a nemzetközi tovagyrúzó hatásokat. A feldolgozott empirikus tanulmányok alapján azt a következtetést vonták le, hogy a QE nemzetközi transzmissziója egyrészt pozitív volt, másrészt, a QE nemzetközi tovagyrúzó hatása erősebbnek látszik a hagyományos monetáris politikához képest.

A fenti tanulmányok áttekintéseiből megállapítható továbbá, hogy az empirikus eredmények egybehangzóan a QE reálgazdasági hatásosságát is kimutatják. Hangsúlyozni kell, hogy nemkonvencionális eszközök gazdasági hatásaira vonatkozó becsléseket legtöbbször bizonytalanabbnak tartják, mint a konvencionális politika hatásaira vonatkozóakat, ezért kellő óvatossággal érdemes azokat kezelni.

4.3.3.2. Negatív kamatok

A QE programokat az említett jegybankok közül az EKB és a BoJ esetében kísérték eddig negatív jegybanki kamatok.⁹¹ Az alkalmazott negatív

⁹⁰ Az ún. signalling hatásuk kisebb volt.

⁹¹ Ezen kívül a dán, a svéd, a svájci és a magyar jegybank vezetett be a válság óta hasonlóan negatív jegybanki kamatokat, különböző célokkal.

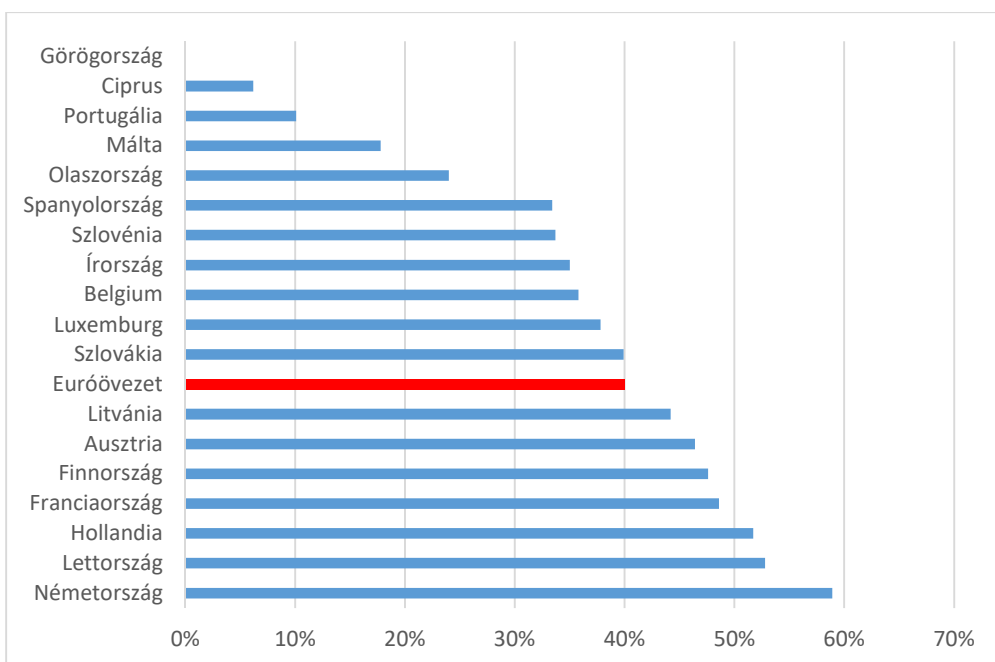
kamatok a kereskedelmi bankok kötelező tartalékszint fölötti szabad tartalékait érintette.⁹² Önmagában a betéti eszköz negatív kamatának is jelentős ösztönző ereje van azon bankok számára, amelyek az elmúlt években jelentős szabad tartalékot halmoztak fel a jegybanknál, mivel ez az állománnyal és a negatív kamat mértékével arányosan növekedve, közvetlenül veszteséget okoz számukra.⁹³ Mindez az egyes bankokat a saját jegybanki állományuk csökkentésére ösztönzi. Ennek lehetséges módjai, mint például az állampapírok vétele, a pénzpiaci kihelyezés és a hitelezés növelése mind a jegybanki mennyiségi lazítás hatását erősítik. A QE során, a vele párhuzamosan alkalmazott negatív kamat erősíti az előbbi: egyrészt közvetlenül hat a lejáratú prémiumok csökkenésére, másrészt az állami adósságszolgálati terhek jelentős csökkenésével a fiskális politika számára teremt teret a kiadások növelésére.

A negatív kamatokat számos bírálat is éri. A QE során kényszerűen nő a bankok tartalékállománya. Bár az egyes bankok a fentieknek megfelelően törekedhetnek a jegybanknál levő pénzállományuk csökkentésére, a bankrendszer egésze nem tud megszabadulni ettől a veszteséget generáló állománytól, legfeljebb annyiban tudja csökkenteni, amennyivel a jegybanktól származó egyéb, kölcsönjellegű forrásait leépítik a bankok. A negatív kamatozású szabad tartalékok ezért összességében úgy

⁹² Kivételt képez ez alól az EKB TLTRO II programja, amely egy elvárt mértékű hitelexpanzió esetén a refinanszírozási kamatokat a jegybanki alapkamat mértékéről lépcsőzetesen a betétoldali rendelkezésre állás (jelenleg negatív) kamataira csökkenti. Ez elvileg megteremti a lehetőséget arra, hogy megfelelő mértékű hitelezés bővítés esetén egy kereskedelmi bank a hitelezésének egy részét negatív kamat mellett refinanszírozza a jegybanktól.

⁹³ A negatív kamatok továbbhárítása a betétesekre nem igazán lehetséges.

viselkednek, mint egy bankrendszerre kivetett adó: csökkentik a bankrendszer profitabilitását, így a hitelezési képességét. Ezen túlmenően az is nyomás alá helyezi a bankok eredményességét, hogy a QE programok a negatív jegybanksi kamattal kombinálva az államkötvények hozamait, széles lejáratú spektrumban a negatív tartományba nyomták. Ez elsősorban Japán és a legtöbb eurózónás (lásd 13. ábra, továbbá 21. és 22. ábra), valamint néhány más európai ország állampapírjait érintette.⁹⁴



13. ábra: A negatív hozammal forgó euróövezeti államkötvények aránya piaci értékük alapján tagországonkénti bontásban, 2017 július 14-i adatok szerint (százalék), forrás: AllianzGI⁹⁵

⁹⁴ Svédország, Dánia, Svájc

⁹⁵ AllianzGI QE Monitor, 2017 July

A bankok számára a rövid távú profithatás pozitív, mivel a hozamcsökkenés időszakában, annak hatására az állampapír-portfóliójukon árfolyamnyereséget érnek el. Azonban a bankok szabályozási megfelelés, illetve likviditás menedzsment céljából kénytelenek a negatív hozam ellenére továbbra is a portfóliójukban tartani ilyen kötvényeket, ezért hosszú távon azokon veszteséget realizálhatnak.

A QE a negatív kamatokkal kombinálva a kezdeti pozitív időszakot követően egyre nagyobb mértékben terhelheti a bankszektor jövedelmezőségét, ami hosszú távon szintén kontraproduktív hatású a mennyiségi lazítás céljaira nézve. Épp a túlzott negatív hatások ellensúlyozása érdekében a BoJ úgy alkotta meg az általa alkalmazott negatív kamat szabályait, hogy a kötelező tartalékoláson kívül részben figyelembe vette a QE hatására megnövekvő tartalékállományt.⁹⁶

A bankok profittermelési képességét rombolja továbbá az, hogy a negatív kamatok tovább csökkentik a hitelkamatokat, az így szűkülő kamatrés pedig a nettó kamatbevételt csökkenti, amennyiben azt nem ellentételezi a hitelezési állomány növekedéséből származó kellő volumenhatás. Látni kell azt is, hogy míg a csökkenő hitelkamatok a hitelkeresletre pozitívan hatnak, a szűkülő kamatrés ezzel szemben a hitelezési hajlandóságot csökkenti. Az árazáson kívül, más tényezők is szerepet játszanak a hitelezés alakulásában. A gazdaság gyengélkedése, a hitelképes üzletek szűkössége, a hitelezés túlzott kockázatai, az alacsony hitelkereslet mind a hitelezés

⁹⁶ Ennek megfelelően a QE következtében 2015-ig keletkezett szabad tartalékállományra a BOJ pozitív kamatot fizet, míg a kötelező tartalékokra zéró a kamat. A negatív kamatok csak az ezeken felül tartott szabad tartalékokra számítódnak, azaz a későbbi jegybanki vásárlások és az egyes bankok saját üzletpolitikája következtében növekvő állományra.

növelésének a gátja lehet. Az elmúlt évek szabályozói változásai, amelyek magasabb és minőségileg jobb tőkét, új likviditási követelményeket támasztanak a bankokkal szemben, szintén korlátozzák azok hitelezési képességét. Vagyis a hitelezés gyengése mögött nemcsak a likviditás felhalmozásának jelensége áll, hanem olyan tényezők is, amelyekre a negatív jegybanki kamatnak minimális hatása van.

4.3.3.3. Előretekintő iránymutatás

A vezető jegybankok mindegyikénél előretekintő iránymutatás erősítette a QE programokat. Felülnézetből az előretekintő iránymutatás tulajdonképpen a jegybanki transzparencia megerősítésének is tekinthető, amelyet a jegybank egy korábbinál részletesebb és nyíltabb kommunikációval ér el annak érdekében, hogy a várakozások befolyásolásával a jegybanki lépések hatékonyságát növelje. A kommunikáció szerepének további erősödése a válságot követően döntően azért került a jegybankok politikájának előterébe, mivel ZLB környezetben a szükséges további jegybanki lazítás lehetséges és fontos eszközt jelentette.

Bár ilyen környezetben a monetáris politika számára – az említettek szerint – önállóan is választható alternatíva, az elmúlt években mégis szorosan összekapcsolódott a nagyléptékű jegybanki eszközvásárlásokkal. A két eszköz ugyanis kölcsönösen erősíti egymás hatását, és nem is teljesen azonos csatornákon hat. Filardo és Hofmann (2014) abban látják az előretekintő iránymutatásnak ezt a hatását, hogy alkalmazásával a jegybank i) a várakozásokhoz képest lazább jövőbeli monetáris politikát vetít előre,

ii) csökkenti a kamatok jövőbeli alakulására vonatkozó várakozások volatilitását, iii) ráirányítja a figyelmet azokra az indikátorokra, amelyek a politika jövőbeli alakulása szempontjából fontosak, csökkentve a bizonytalanságot. Vagyis az előretekintő iránymutatás alapvetően a várható jegybanki magatartásról ad jelzést a szereplőknek, befolyásolva a rövid kamatok jövőbeli alakulására vonatkozó várakozásokat.

Alkalmazásuk során a jegybankok a várakozásokat abba az irányba módosították, hogy a laza monetáris kondíciókat tartósan fenn fogják tartani. Ennek szerepe három tényezőbből áll. Egyrészt, az előretekintő rövid kamatokra vonatkozó várakozások mérséklésével a lejáratú prémium is csökken, azaz hozzájárul a hosszú lejáratú kamatok csökkentéséhez. Másrészt, ez a jelzés segít megtörni a likviditási csapda helyzetét azzal, hogy jelentősen csökkenti a jegybanki kamatemeléstől való félelmet, amely távol tartja a befektetőket a hosszabb befektetéstől vagy hitelnyújtástól. Harmadrészt, kinyújtja annak az időszaknak a várható hosszát, amely alatt negatív reálhozamok valószínűsíthetők. Ez költségessé teszi a kivárás stratégiáját szemben a hosszabb távú befektetésekkel vagy a hitelezéssel. A kivárás csak zero közeli nominális hozamot nyújt, amely a reálhozamot tekintve veszteséget jelent. Ezzel szemben az utóbbiakkal huzamosabb időn át magasabb hozam érhető el, amit később, csak egy időben távoli kamatemelés miatt kell esetleg korrigálni. A kamatemelés lehetőségének távoli időre való kitolása tehát növeli a hosszabb eszközök iránti keresletet és erősíti a portfólió-átrendezési hatást. Az előretekintő előrejelzés lényegi kommunikációja legtöbb esetben összekapcsolódott a nagyléptékű eszközvásárlásokat érintő bejelentésekkel, illetve nemcsak a kamatok alacsonyan tartására, hanem az eszközvásárlási program fenntartásának idejére vagy annak kondícióira vonatkozott.

Az előretekintő előrejelzés gyakorlata folyamatosan finomodott, a kezdeti előrejelzés jellegű iránymutatást idő- és állapotfüggő, elköteleződés jellegű, illetve ezek kombinációját tartalmazó iránymutatás váltotta fel. A jegybanki kommunikáció hatásossága ugyanis attól függ, hogy mennyire meggyőző a tekintetben, hogy kellően hosszú időre, illetve a vártnál hosszabb ideig tartja majd fenn a laza kondíciókat.

Épp ebben rejlenek az előretekintő iránymutatás alkalmazhatóságának korlátai is. A jegybanknak a hatásosság érdekében ugyanis olyan ígéretet kellene tennie, amely különbözik a várt jegybanki magatartástól, mivel ezáltal képes a várakozásokat érdemben módosítani. A jegybanknak továbbá úgy kell ezt megtennie, hogy egyébként a jövőre vonatkozó előrejelzése egyáltalán nem pontosabb vagy kevésbé bizonytalanabb, mint a piacé. Issing (2014) az előrejelzés kritikus változóiban⁹⁷ rejlő bizonytalanságokat említi, amelyek miatt a hiteles⁹⁸ elköteleződés megkérdőjelezhető.

Amennyiben az adatok és az előrejelzés helytállóak, akkor is felmerül a hitelességi probléma. Az iránymutatás valójában akkor lesz hatásos, ha eltér a jegybank normál stratégiájától (például a jegybank átmenetileg magasabb inflációt is tolerál, tovább kívár a kamatemeléssel, mint azt egyébként tenné). Ez azonban nem idő-konzisztens, mivel idővel, az infláció emelkedésével a korábbi kamatemelés lenne a megfelelő lépés. Woodford (2012b) ezért a hatásosság érdekében fontosnak tekinti a

⁹⁷ Output gap, munkanélküliségi ráta, reálszemleges kamatláb.

⁹⁸ Hiteles alatt azt értjük, hogy teljesíti azt az elvárást, hogy a jegybank azt mondja, amit tesz és azt teszi amit mond, utalva a már korábban említett paradoxonra, hogy mi lenne a jegybank számára üdvöztető a várakozások alakulását tekintve

hagyományos, előrettekintő logikától, reakciófüggvénytől eltérő jegybanki elköteleződést. Felhívja a figyelmet arra is, hogy a laza kondíciók hosszabb ideig való fenntartását ígérő iránymutatás kontraproduktív hatással is járhat, mivel a szereplők, úgy is értelmezhetik ezt, hogy a gazdaság gyengébb a korábban általuk gondoltnál. Ezért az állapotfüggő iránymutatást megfelelőbbnek tartja.

Bean (2013) problémaként kiemeli, hogy a jelenlegi monetáris döntéshozók által a jövőre vállalt elkötelezettség a jövőbeli döntéshozókat nem korlátozhatja. Ez alatt azt kell érteni, hogy az elköteleződést tartalmazó jegybanki iránymutatás a hosszú időtartam miatt olyan helyzethez vezethet, amikor a jegybankban a döntéshozók nagyobb része már lecserélődött, de a korábbi döntéshozók által tett ígéretet az újaknak kellene betartani.⁹⁹

A Fed gyakorlatát áttekintve Wynne (2013) megállapítja, hogy a várakozások minél pontosabb formálása érdekében a jegybanki közlemények részletesebbé, ezáltal hosszabbá váltak. A konkrét döntés mellett egyre fontosabb szerepet kaptak a döntést megalapozó gazdasági tényezők értékelése, a jövőbeli monetáris politikát meghatározó tényezők ismertetése, a döntéshozók egyetértésének szintje a döntés tekintetében.¹⁰⁰ Az amerikai gyakorlatban megjelent a döntéshozóknak a kamatpályára vonatkozó jövőbeli várakozásának a megjelenítése is.¹⁰¹ A jegybankárok megszólalásai is szaporodtak. Mindezek során olyan részben operatív,

⁹⁹ Például azt, hogy az inflációnak a cél fölé való (kisebb mértékű) emelkedése ellenére is fenntartják a laza monetáris kondíciókat még egy ideig.

¹⁰⁰ Az egyes jegybanki döntések mekkora többséggel, milyen egyetértés mellett születtek.

¹⁰¹ Ez az ún. dot projection, amelyet negyedévente frissítenek.

részben a monetáris politikai kondíciók fenntartásához kapcsolódó célok is megfogalmazásra kerültek, amelyek szokatlanok voltak. Önmagában az egyes hosszú kamatok csökkenésére vonatkozó operatív cél is szokatlan, de ide sorolható például az is, hogy a Fed 2012-ben – szakítva a korábbi hagyományokkal – explicit inflációs célt és egyúttal benchmark munkanélküliségi ráta értéket határozott meg, hozzákötve ezekhez a jegybanki kondíciók fenntartását.¹⁰²

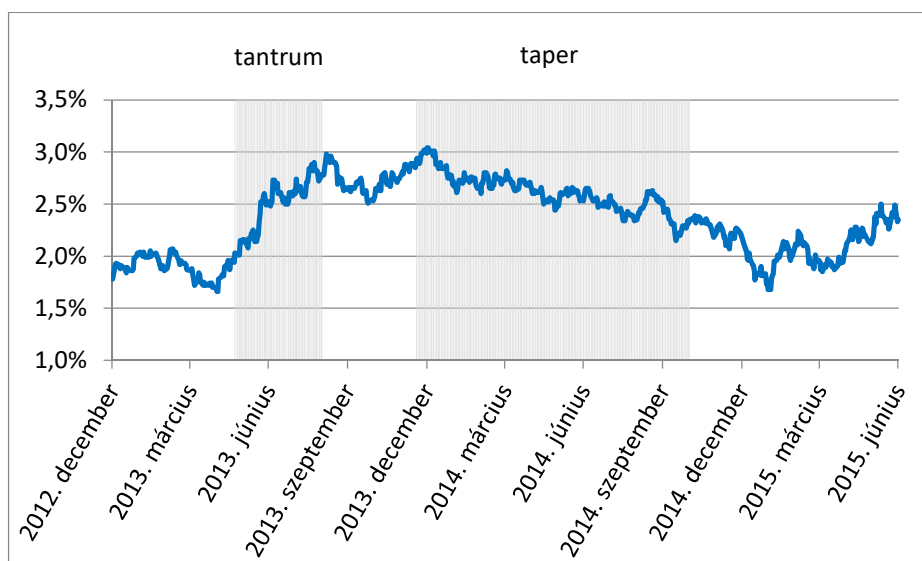
Mivel az előretekintő iránymutatás számos esetben összekapcsolódott más nemkonvencionális eszköz alkalmazásával kapcsolatos jegybanki bejelentéssel, ezért önálló hatásosságának mérése alapvetően nehézségekbe ütközik. Ezt hangsúlyozzák Charbonneau és Rennison (2015) is, akik több empirikus tanulmány áttekintése során vegyes eredményeket találtak a hatásosságra vonatkozóan. Megállapításuk szerint az előretekintő iránymutatás általában sikeresen csökkentette a jövőbeli kamatpályára vonatkozó várakozásokat, de időben csökkenő a hatásossága és főleg rövidebb időhorizontra csökkenti a monetáris politikával kapcsolatos bizonytalanságot. Kiemelték, hogy az inflációs várakozások lehorgonyzásában eredményesnek bizonyultak. Csontos et al. (2014) felvetik, hogy a hatásosság időbeli csökkenése épp a jegybank kiszámíthatóbbá válásának a következménye, ugyanakkor ők is úgy látják, hogy a szereplők az előretekintő iránymutatásban megjelenő jegybanki elköteleződést időben korlátozottnak tartják, ezért hosszabb távra nem tudja lehorgonyozni a kamatpályára vonatkozó várakozásokat. Konklúziójuk szerint az előretekintő iránymutatás javította a monetáris

¹⁰² Bár a vezető jegybankok igyekeznek kerülni azt, hogy céljuk lenne, de szintén itt kell megemlíteni, ha a jegybanki lépések hatását az árfolyam gyengülésén keresztül várják, vagyis létezne valamilyen árfolyamcél is.

politika hatásosságát, azért a jövőben is használni fogják a jegybankok, mégha fontossága a normál időkben kisebb is lesz.

Meg kell jegyezni, hogy az előretételező iránymutatásnak nemcsak a QE, hanem az exit során is jelentősége van. A QE időszakában – ahogy láttuk – a várakozásokat abba az irányba kell terelni, hogy a jegybanki lazítás tartósan fennmarad. Az exit során a lényeg azon van, hogy a piac ne egyszerre kezdje beárzni a monetáris politika megfordulását, hanem lépcsőzetesen megvalósuló, elhúzódó normalizálódás irányába mutassanak a várakozások. Ezzel elkerülhető a normalizálódásra adott heves piaci reakció, amely akár az exit sikerességét veszélyeztetheti. Jól mutatta a veszélyeket az ún. „taper tantrum”, amely a Fed QE3 programja csökkentésének (the taper) felvetésére¹⁰³ adott piaci reakció volt, amely átmenetileg a hozamok jelentős emelkedéséhez vezetett, az egyébként még tartó QE3 program ideje alatt (lásd 14. ábra), így a jegybank szándékaival ellentétes irányt vett.

¹⁰³ Ben Benanke jegybankelnök 2013. május 22-i kongresszusi meghallgatásán vetette fel, majd 2013. június 19-én a jegybanki FOMC ülés utáni sajtótájékoztatóján erősítette meg. (Neely, 2013)



14. ábra: A 10 éves USA államkötvény hozam alakulása a „tantrum” és a „taper” tényleges időszakában¹⁰⁴ (százalék), forrás: EKB

4.3.3.4. A nemkonvencionális eszközök használatának perspektívája

Összességében elmondható, hogy a nemkonvencionális eszközök alkalmazására úgy került sor, hogy számottevő tapasztalat nem állt rendelkezésre. Ugyanakkor ezek az eszközök immár közel 10 éve a monetáris politika meghatározó elemeként a vezető jegybankok napi gyakorlatának részét képezik. A Centre for Macroeconomics (2016a)

¹⁰⁴ tantrum: 2013. nyara, május 22-től (a QE csökkentésének felvetésétől), taper: 2014.12.18-tól (a bejelentéstől) – 2014. október végéig (a QE zárásig).

felmérése¹⁰⁵ szerint a makroökgazdászok megosztottak abban a kérdésben, hogy nemkonvencionális eszközöket a jövőben, normál körülmények között is kell-e használni.¹⁰⁶ A monetáris politikai döntéshozók (policy makers) és ökgazdászok számára az is napirenden van, hogy a nemkonvencionális eszközök vajon tovább bővíthetők-e. Ezért nem megkerülhető az a kérdés, hogy a jelenleg nemkonvencionálisként tárgyalt eszközök vajon a jövőben a tartósan alkalmazott jegybanki eszközök közé sorolódnak-e be. A disszertáció ezért némileg újszerűen ez utóbbit is igyekszik megválaszolni, összegyűjtve a lehetséges érveket.

Ehhez elsőként, a fentiekben tárgyalt, válságot követően alkalmazott eszközök nemkonvencionális jellegét az alábbiakban lehet összefoglalni:

- korábban nem használt, a konvencionális logikától eltérően ható eszközöket vetettek be a jegybankok;
- a konvencionális szereplőkön és piacokon túlmenően fejtették ki tevékenységüket;
- nem hagyományos operatív vagy közbülső célokat jelöltek meg;
- lényegileg változtattak a jegybanki kommunikáción.

A negatív jegybanki kamatok alkalmazását elvileg tekinthetnénk a konvencionális eszköztáron végrehajtott szokatlan módosításnak is, tekintettel arra, hogy formailag a rendelkezésre állás kondíciójának a

¹⁰⁵ Centre for Macroeconomics az Economic and Social Research Council által alapított kutató központ, az általa végzett felmérések prominens európai makroökgazdászok véleményét tükrözik.

¹⁰⁶ Közel 50%-uk egyetért azzal, hogy a nemkonvencionális eszközöket a normál gazdasági körülmények között is alkalmazni kell, meghaladva azon válaszolók arányát, akik ezt alapvetően elutasítják.

módosítása történt. Ugyanakkor két ok miatt is inkább a korábban nem használt eszközök kategóriájába érdemes besorolni. Egyrészt, a negatív kamat alkalmazása a kamatpolitikáról való gondolkodás gyökeres megváltozását, egyfajta paradigmaváltást jelent. Másrészt, a negatív kamat működése kevésbé a konvencionális logika mentén valósul meg (vagyis a rövid – hosszú kamat transzmisszió keresztül), sokkal inkább a portfólió-átrendezést kikényszerítő, a QE-t erősítő hatás révén.

Eredményességüket illetően – ahogy az empirikus tanulmányok áttekintéséből kiderült – abban széleskörű egyetértés alakult ki, hogy a nemkonvencionális eszközök hatásosnak bizonyultak a ZLB környezetben. A nemkonvencionális eszközöket leginkább egyidejűleg és egymást erősítő hatását is kihasználva alkalmazták a jegybankok, ezért az eredményességük külön-külön eszközökre való pontos lebontása nem lehetséges, és ugyanezért az egyes eszközök hátrányait sem lehet kizárólag elkülönülten értékelni. Mindazonáltal, ebből még nem következik az, hogy a jövőbeli alkalmazhatóság szempontjából feltétlenül együtt kell tárgyalni azokat. Ball et al (2016) az eszközvásárlásokat és a negatív kamatokat is egyaránt alkalmazható eszköznek tekintik az inflációs cél alatti alacsony inflációs környezetben, illetve recessziós, elégtelen keresleti időszakban. Rávilágítanak arra, hogy a QE programok a gyakorlatban hatásosak voltak, miközben a feltételezett negatív hatásaik valójában kevésbé voltak jelentősek, illetve, hogy szemben a korábban gondolt szigorú zéró határhoz képest, a negatív kamatok alkalmazása bizonyos mértékig¹⁰⁷ igenis lehetséges.

¹⁰⁷ Tanulmányuk szerint időlegesen akár -2%-os értékig.

Bayoumi et al. (2014) tanulmányának véleménye szerint az elmúlt időszakban elméleti érvek és empirikus bizonyítékok is alátámasztják a nemkonvencionális eszközök alkalmazásának sikerességét. Meglátásuk szerint viszont normál időkben – az előretekinthető iránymutatás kivételével – azok hátrányai meghaladják az előnyeiket. Az általuk általánosabban átfogalmazott kérdésben, normál időszakra vonatkozóan, a hosszú kamatok vagy a teljes kamatgörbe közvetlen befolyásolásának politikáját vetik össze a konvencionális, rövid kamatokra vonatkozó politikával szemben, illetve a hitellazítás lehetőségét vizsgálják meg. Előbbi esetben a stabil hosszú kamatoknak a rövid kamatokban okozott volatilitást és ennek pénzügyi szektorra gyakorolt negatív hatását említik, továbbá a QE-nek a fiskális politikával való összefüggését, különösen a monetáris finanszírozás veszélyét emelik ki. A hitellazítás esetén pedig a piaci torzítás problémáját hangsúlyozzák. Haldane (2017) az Egyesült Királyság példáján keresztül vizsgálta meg azt a kérdést, hogy a válság óta fenntartott extrém laza monetáris kondíciók mennyiben járultak hozzá a piaci torzuláshoz, azzal, hogy a normál körülmények között nem életképes cégek fennmaradhattak. Azt találta, hogy bár jelentősen hozzájárult a termelékenység növekedésének lassulásához, de más tényezők nagyobb szerepet játszottak abban. Fontosnak tartja viszont, hogy bár a termelékenységre negatív hatása volt, a válságot követő jegybanki lépések nélkül a makrogazdasági veszteségek ezt messze felülmúlták volna.¹⁰⁸

Borio és Zabai (2016) szintén arra figyelmeztetnek, hogy a nemkonvencionális monetáris politika hosszú távú hátrányai meghaladhatják a rövid távon jelentkező előnyöket. Először is –

¹⁰⁸ Konkrét eredményként azt említi, hogy 1-2%-os termelékenység növekedés lett volna elérhető mintegy 1,5 millió munkahely elvesztése árán.

hangsúlyozzák – az egymást követően alkalmazott nemkonvencionális lépések egyre kisebb hozadékkal járnak. Azaz időben csökkenő a hatásosságuk. Másrészt, ezek az eszközök a jegybankok jövőbeli mozgásterét szűkítik, értve ezalatt azt, hogy egy előbb-utóbb biztosan bekövetkező recesszió esetén, annak kezelésére már nem nagyon marad eszközük. Amennyiben pedig kérdéses, hogy a nemkonvencionális monetáris politika mennyire hasznos, illetve mennyire károsak a mellékhatásai, az a jegybankok hitelességét is aláássa, aminek a hosszú távú költségei súlyosak.

Általában igaz az, hogy a nemkonvencionális eszközök várt negatív mellékhatásai eddig nem jelentkeztek olyan mértékben, amely igazolta volna a használatukkal kapcsolatos kezdeti aggodalmakat. A QE programok például nem vezettek eddig jelentős inflációhoz, a negatív kamatok eddig nem rombolták veszélyes mértékben a banki jövedelmezőséget. Az eddigi tapasztalatokból azonban nem lehet a jövőre is biztosat állítani. Számos ellenérv, illetve negatív hatás jövőbeli bekövetkezését ugyanis még nem lehet biztosan megjósolni, elsősorban azért, mert még a nemkonvencionális eszközökből való exit, azaz a jegybanki politika normalizálódása előtt állunk. Ennek során pedig a fentiekben említettek mellett még vannak olyan kérdések, amelyek alapvetően befolyásolni fogják a nemkonvencionális eszközök, elsősorban a QE megítélését:

- A QE és a kapcsolódó eszközök torzítják a piacokat, mivel a lejáratú és a kockázati prémiumokat lefele nyomják. Ez a kockázatvállalásra hatással van, megteremtheti a pénzügyi egyensúlytalanság, a buborékok újrateremtődésének alapját. A normálishoz való visszatérést ez különösen megnehezíti, a monetáris politika alapvető

célja és a pénzügyi stabilitás között ellentmondást teremtve. Alapvető kérdés, hogyha a nemkonvencionális eszközökkel a jegybank határozta meg az árakat a pénzügyi piacokon, akkor egyáltalán lehetséges-e úgy visszatérni ezen piacok normál állapotába, hogy az ne okozzon olyan megrázkódtatást, amelynek negatív hatása akár súlyosabb lesz, mint amit a nemkonvencionális eszközökkel eredetileg kezelni akartak a jegybankok.

- Ahogy már a pénzügyi stabilitással foglalkozó fejezetben kifejtésre került, abban sincs tapasztalat, hogy akár az alkalmazásuk, akár az exit során a nemkonvencionális eszközök és az új, pénzügyi stabilitást célzó ún. makroprudenciális eszközök és célok között hogyan biztosítható a kellő összhang.
- Míg a QE során jelentős mozgástér keletkezett a fiskális politika számára, az exitnek negatív fiskális következményei lesznek, amely erősödő politikai nyomást helyezhet a jegybankra, ami akár a törvényi célokat és a függetlenséget is érintheti.

Összefoglalva, a kivételes helyzetben való sikeres alkalmazásuk egyrészt nem jelenti azt, hogy a nemkonvencionális eszközök a hagyományos eszközök megfelelő alternatívái vagy kiegészítői lennének normál időkben, másrészt az új eszközökről a végső mérleget még nem lehet levonni, mivel kockázataik a jövőre nézve nyitottak.

Más megközelítésből nézve a kérdést, azonban a nemkonvencionális eszközök tartós használata mellett lehet érvelni. A QE tartósan átszabta a monetáris politikát, ezért nem tekinthető átmenetinek:

- Az exit rövid és középtávon lehetetlen. A jegybankok mérlege olyan mértékben átalakult, töltődött fel elsősorban hosszú lejáratú állampapírokkal, amelyek gyors leépítése egyszerűen lehetetlen. Ezért ezek az eszközök hosszú távon a jegybank mérlegében fognak maradni.
- Azonban az, hogy ezek az eszközök tartósan a jegybanki mérlegben maradnak, a normál időkben nem okoz sem technikai problémát és nem is ellentétes a monetáris politika konvencionális logikájával. Vagyis, amennyiben a monetáris politikai cél teljesülése miatt szükséges, úgy az általuk generált többlet likviditás sterilizálása megoldható, a kamatpolitika hatásossága biztosítható.¹⁰⁹ Azaz a QE és a konvencionális eszköztár együttélése lehetséges.
- Erre az együttélésre kell is számítani. Valószínűleg ugyanis tartósan alacsony kamatkörnyezetre kell felkészülni,¹¹⁰ amely időszakban a monetáris lazítás alapvető eszközei továbbra is a nemkonvencionális eszközök lehetnek. Így például normál időkben az említett eszközök lassú apadása valószínűsíthető, míg a monetáris lazítást igénylő periódusok során azok időlegesen bővülni is fognak a jegybankok mérlegében.

További tartós hatásként kell megemlíteni, hogy a jegybanki kommunikáció szerepe még inkább felértékelődött a nemkonvencionális eszközök használata, elsősorban a mennyiségi lazítás során. Az előretekinthető iránymutatás egyrészt sikeresen támogatta a jegybanki

¹⁰⁹ Alapvetően a jegybanknál elhelyezett fölös likviditásra fizetett kamat révén, a finomhangolást tekintve pedig inverz repókkal.

¹¹⁰ A mögöttes okokról szóló vitát a célokról szóló fejezetben tárgyalta a disszertáció.

programokat, másrészt ennek során a jegybanki kommunikáció szélesebbé, részletesebbé és részben gyakoribbá vált, ami a jegybanki transzparenciát is erősítette. A programok megkövetelték a jegybankoktól, hogy jelentősen bővítsék a tevékenységükről adott tájékoztatást, a rendelkezésükre álló információk körét, valamint értékelésüket a gazdasági folyamatokról, és előrejelzésüket a monetáris politikát illetően. Ez a két ok – a sikeresség és a transzparencia erősödése – az előretekintő iránymutatás fennmaradását, nyíltabb, átláthatóbb jegybanki kommunikációt, működést eredményez a jövőre nézve. Az előbbiekben említett tényezők – az exit elhúzódása, a nemkonvencionális eszközök jövőbeli várható alkalmazása – úgyszintén abba az irányba mutat, hogy a jegybanki kommunikáció változása, az előretekintő iránymutatás alkalmazása tartós lehet.

5. Az EKB nemkonvencionális gyakorlata

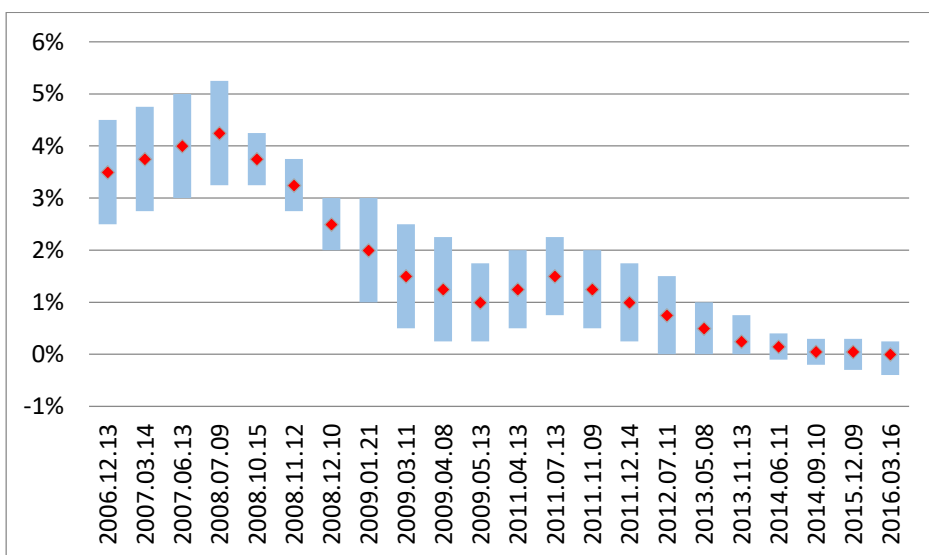
Több mint hat évvel a mennyiségi lazítás amerikai kezdetét követően, 2015. január 22-én jelentette be az EKB az európai eszközvásárlási program 2015 márciusi megkezdését. A késlekedés a többi vezető jegybankokhoz képest is hasonló volt, ahogy az a 8. ábrán jól látható. Míg a QE alkalmazásának indokai és céljai részben hasonlóak voltak, a jelentős európai lemaradás és – főleg ebből adódóan – az indulóhelyzet körülményei miatt a jegybanki lépés perspektívája a korábban tapasztaltakhoz képest már eltérő volt. Az európai lazítás kezdetét megelőzően a Fed 2014 októberében zárta a saját programját. Míg 2016 végén az EKB az eszközvásárlási programjának 2017-ben való folytatásáról döntött, addig 2016 végén és 2017-ben a Fed többször is kamatot emelt, a közeljövőben pedig várhatóan megkezdí mérlegének csökkentését is. Bár 2016-ban az angol jegybank a Brexit miatt újakezdte QE programját, illetve még jelenleg is tart a japán program, de a válság utáni lépéseket tekintve velük összevetve is egyértelmű az eurózóna monetáris fázisának eltérő alakulása. A fejezet ennek a fáziskülönbségnek az okait és következményeit tárja fel.

5.1. Az európai fáziskésés okai

Elsőként azt kell megemlíteni az európai késlekedéssel kapcsolatban, hogy az EKB kamatpolitikája más volt: eltérően a többi vezető jegybanktól nem csökkentette nullára az alapkamatot a válság hatására. Az EKB szemléletét

Smaghi (2009) és Trichet (2009) is kifejtette. Ezek szerint a válságkezelés során az EKB a kamatrátát továbbra is az alapvető árstabilitási céljához rendelve, annak biztosításához szükséges, meghatározó eszközként tekintette, a nemkonvencionális eszközöket pedig kiegészítőként, a monetáris transzmisszió zavarainak kezelésére használta, vagyis arra, hogy az alapvető eszköz által meghatározott kondícióktól való pénzpiaci eltérést kezelje. A jegybanki kamat a válság során jelentősen csökkent: 2008 októbere és 2009 májusa között 7 alkalommal, összességében 4,25 százalékról 1 százalékra, de az EKB ekkor nem ütközött zéró kamathatárba. Sőt 2011-ben két alkalommal még kamatemelésre is sor került, és csupán 2014-re jelenik meg ténylegesen a zéró alsó korlát az eurózónában (lásd 15. ábra).¹¹¹

¹¹¹ Természetesen ez értelmezés kérdése, mivel a betéti eszköz kamata már 2012-ben nullára csökkent, 2014-ben az irányadó eszköz, az MRO kamata csökkent zéró értékre. Utóbbi kamatához a likviditásnyújtó eszközök kamata, előbbihez a szabad tartalékok kamata köthető. Mivel mindkettőhöz jelentős állomány kapcsolódott és az európai pénzpiac töredezett volt, ezért az effektív kamat a kettő érték között változó lehetett a bankszektorban.



15. ábra: Az EKB alapkamatának és a betéti, illetve a hiteloldali rendelkezésre állás kamatainak (O/N kamatfolyosónak) alakulása (százalék), forrás: EKB

A fenti szemlélet megformálását és az EKB válságkezelésének irányát alapvetően határozta meg az eurózóna pénzügyi közvetítésének struktúrája is. Mivel Európában a pénzügyi közvetítésben a banki dominancia jellemző (szemben az amerikaival, ahol a közvetlen, értékpapír-piaci közvetítés dominál), így a gazdasági szereplők forráshoz jutása elsősorban a bankok aktivitásától függ. Ahogy a hatásmechanizmusáról írtakban kifejtésre került, a mennyiségi lazítás hatására a pénzügyi eszközöknél bekövetkező hozamcsökkenés nem tökéletes helyettesítője a kamatvágásnak, áttételesen és bizonytalanabban hat csak a banki hitelkamatokra. A mennyiségi lazításnak a hitelezés fellendítésére gyakorolt eredményessége pedig elsősorban ezen a közvetett hatáson múlik Európában.

A válságkezelés során és azt követően az EKB lépéseinek logikája az volt, hogy a bankközi piac elégtelen működése a monetáris transzmisszióban zavarokat okoz, mivel ott a jegybank alapvető céljának megfelelő

alapkamathoz képest jelentősen magasabb árak alakultak ki. Ez elégtelen likviditáshoz és könnyen hitelösszeomláshoz¹¹² vezethet. A bankok forrásszerzési nehézségei ugyanis továbbgyűrűznek a magánszektor felé érvényesített hitelkondíciókra is. A hitelezés visszaesése a gazdaságra gyakorolt negatív hatása miatt rontja a banki hitelportfólió minőségét és a szereplők hitelminősítését. Mindez, spirálisan lefelé irányuló trendként jelentkezve, folyamatosan erodálja a pénzpiacokat és a gazdaságot. Ennek megelőzésére az EKB gyakorlatilag a végső hitelnyújtói szerepében ezekkel az alkalmazott eszközökkel, átmenetileg, a nem kielégítően működő pénzpiacot helyettesítette. A kezdeti likviditásnyújtó lépések ennek megfelelően – ahogy az a korábbi fejezetben leírásra került – elsősorban a konvencionális eszköztáron végrehajtott olyan szokatlan módosításokból álltak, amelyeknek célja a banki likviditás javítása és a forrásszerzés nehézségeinek enyhítése volt a válság idejére.¹¹³

A válság csillapodását követően, 2009 nyarán tett lépések is a fenti megközelítést tükrözték, annak ellenére, hogy ekkor már eszközvásárlásra is sor került. Az első eszközvásárlási programját¹¹⁴ 2009 nyarán indította el az EKB, amelynek során névértéken összesen 60 milliárd eurónyi fedezett kötvényt vásárolt 2010 júniusig bezárólag. Az EKB programjának célkeresztjében ezen, a bankfinanszírozás szempontjából kulcsfontosságú piacon a likviditás fenntartása, a bankok számára a forrásszerzés megkönnyítése, a hitelezés ösztönzése, valamint a pénzpiaci kamatok további csökkenésének elősegítése álltak. Érdemi mennyiségi lazításnak

¹¹² credit crunch

¹¹³ Az EKB konkrét jegybanki lépéseit lásd a 4.3.2. fejezetben, illetve az 1. sz. Függelékben.

¹¹⁴ Covered Bond Purchase Programme (CBPP)

vagy akár hitellazításnak ez a lépés nem nevezhető, tekintettel arra, hogy sem az eurórendszer akkori mérlegfőösszegéhez¹¹⁵ sem az adott piac méretéhez és fontosságához¹¹⁶ képest nem volt jelentős méretű. Beirne et al. (2011) elemzése is alátámasztja ezt, amely szerint a CBPP hozzájárult ugyan új fedezett kötvény kibocsátásokhoz, a piaci likviditás növeléséhez és a másodlagos piacon a kereskedési spread csökkenéséhez is, de a banki kötvény piac ténylegesen nem éledt újra, a bankok részben a fedezetlen kötvénykibocsátások helyettesítésére tudták felhasználni a támogatott piacon megszerezhető forrásokat. 2009 júniusában indította el továbbá az EKB az első 1 éves lejáratú finanszírozási eszközét, ami szemben a korábbiakkal, egy tartósabb likviditásnyújtás felé történő lépésnek tekinthetünk.

A kezdeti válságkezelés sikeressége is hozzájárult ahhoz, hogy szemben más vezető jegybankokkal Európában ekkor nem került sor jelentősebb lépésekre. Az empirikus elemzések (EKB, 2011) azt támasztották alá, hogy az EKB célja, hogy a pénzpiacot visszaterelje a jegybanki alapkamat által meghatározott szinthez, ezáltal a monetáris transzmisszió zavarát megszüntesse, sikeres volt. Az EKB lépései hatásosan csökkentették a bankközi piac feszültségeit, az ott bekövetkezett kamatcsökkenés megjelent a banki hitelek kondícióiban is. A bankközi piacon a felárak ugyan nem tértek vissza a válság előtti szintre, de jelentősen mérséklődtek. A hitelezés visszaesése mérsékelt maradt, s ugyan egy rövid időszakban az euróövezetben minimálisan csökkentek az árak, a súlyosabb deflációt

¹¹⁵ A bejelentés idején ez 1800 milliárd euró körül alakult (forrás: EKB)

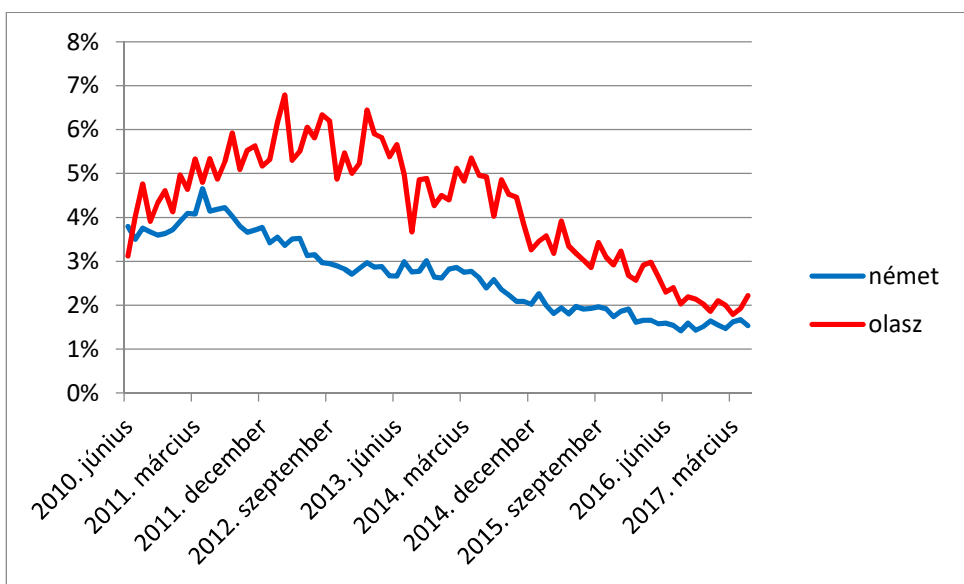
¹¹⁶ A fedezett kötvénypiac az euróövezet legjelentősebb magán kibocsátású kötvénypiac, a piacon levő kötvényállomány értéke 2007 év végén meghaladta 2000 milliárd eurót, a betéteken túl elsődleges szerepet töltött be a banki forrásokban (EKB, 2008).

végül is elkerülte az unió. Nem kerülhető meg természetesen az sem, hogy az amerikai és angol mennyiségi lazítás tovagyrúzó hatásainak Európa is haszonélvezője volt.

5.2. Az euróövezeti krízis

2010-ben azonban a pénzügyi krízis Európában új erőre kapott a szuverén adósságproblémák miatt. A válság reálgazdasági következményei, valamint a bankmentések miatt az államadósság az eurózóna valamennyi országában nőtt. A görög adósságfinanszírozás ellehetetlenülése különösen a magas adósságállománnyal, államháztartási hiánnyal, gyenge bankrendszerrel küszködő országokra bizonyult fertőzőnek. A bizalom megrendülése ezért elsősorban a PIGS¹¹⁷ országokat és Írországot érintette. Az érintett országokban jelentős kamatfelárak alakultak ki az eurózóna többi részéhez képest (lásd 18. ábra). Az államkötvény hozamok emelkedése nemcsak a kormányzatok, hanem a bankok finanszírozási költségeit is növelte és a bankok által nyújtott hitelek árait is drágította (lásd 16. ábra).

¹¹⁷ Portugália, Olaszország, Görögország és Spanyolország.



16. ábra: Az olasz és német 5-10 éves vállalati hitelek kamatainak alakulása (százalék),
forrás: EKB

Az érintett országok bankrendszerének problémáit súlyosbította, hogy a befektetői félelem miatt jelentős pénzkivonással szembesültek. A pénzáramlás az adott országok értékpapírjainak értékesítéséből és bankjaiból való betétkivonásból származott, iránya a legjobb minősítéssel rendelkező országok, legnagyobb mértékben Németország bankjaiba és az ottani értékpapírokba mutatott.¹¹⁸ Ez jelentős likviditási és forráshiányt okozott a PIGS csoport és Írország bankjainak, mivel a töredezetté váló eurózónán belüli bankközi piacról nem tudták a kiáramlást pótolni. Az euróövezetben a szuverén adósság és a banki problémák így egymást erősítve összekapcsolódtak. Folyamatosan növekedett a feszültség az európai pénzpiacokon, az érintett állampapírpiacokat extrém illikviditás és

¹¹⁸ Csak a német bankok PIGS csoport és Írország felé való kitettsége 281 milliárd euróval csökkent 2008 és 2012 között (Cecchetti et al 2012)

volatilitás jellemezte. A helyzetet tovább nehezítette az Európai Bankhatóság 2011 év végi döntése, amely értelmében a bankok számára 1 százalékos addicionális tőkekövetelményt írt elő 2012 közepére, ami 114 milliárd pótlólagos tőkebevonási kötelezettséget eredményezett az európai bankoknál.¹¹⁹

A válság intenzitása az EKB-től újabb és nagyhatású intézkedéseket igényelt. Ezúttal már az eurórendszer egységének fennmaradása volt a tét. A piacok félelme a perifériális országok euróövezetből való esetleges kilépésétől önbeteljesítő jóslatként akár valósággá válhatott volna. 2010 közepétől kezdve az európai jegybank ennek kezelésére több lépcsőben számos nemkonvencionális eszközt vetett be. Ezek irányba alapvetően kettős volt.

Az intézkedések egy része a banki likviditás- és forrásszerzés tartós biztosítására irányult. 2010 májusában a korábban hozott és már részben kivezetett intézkedéseket újította meg.¹²⁰ A krízis további súlyosbodása miatt 2011 végén különösen hosszú, 3 éves időszakra hirdetett meg két likviditásnyújtó tendert, amelyeken több mint 1000 milliárd euró értékben

¹¹⁹ forrás: EBA sajtóközlemény: The EBA publishes Recommendation and final results of bank recapitalisation plan as part of co-ordinated measures to restore confidence in the banking sector, 8 December, 2011, <https://www.eba.europa.eu/-/the-eba-publishes-recommendation-and-final-results-of-bank-recapitalisation-plan-as-part-of-co-ordinated-measures-to-restore-confidence-in-the-banking>

¹²⁰ A hosszabb távú likviditásnyújtó eszközeinél is újra a teljes banki igényeket elégítette ki fix áron, a jegybanki alapkamat szintjén, ismételten megnyitotta az amerikai jegybankkal az európai bankok dollár likviditásának biztosításához szükséges swap megállapodást.

nyújtott finanszírozást kereskedelmi bankok széles körének.¹²¹ A két tender hosszú távra biztosított forrást az igénybevevő bankoknak, átmenetileg jelentősen megemelte az eurórendszer mérlegösszegét. A tendereket kiegészítő lépések is kísérték,¹²² valamint a jegybank újraindította a fedezett kötvényvásárlási programját is 40 milliárd euró értékben, amelynek célja a korábbiakkal összhangban a likviditás fenntartása volt ezen a kiemelt piacon, továbbá a banki forrásszerzés megkönnyítése, ezáltal a hitelezés ösztönzése.

Az EKB intézkedéseinek másik csoportja a szuverén adósságválság piaci hatásainak kezelésére, a monetáris transzmisszióra gyakorolt negatív hatásainak az elhárítására irányult. 2010 májusában az EKB új eszközvásárlási programot (SMP) indított, amelynek keretén belül 2012. februárig névértéken 218 milliárdnyi, a PIGS országok és Írország által kibocsátott állampapírt vásárolt meg. A program célja a diszfunkcionális állampapírpiacon helyreállítása,¹²³ az ezeken kialakult magas kockázati prémiumok leszorítása, a piacok volatilitásának csökkentése, ezáltal a monetáris transzmisszióknak a jegybanki céloknak megfelelő mederbe való terelése volt.

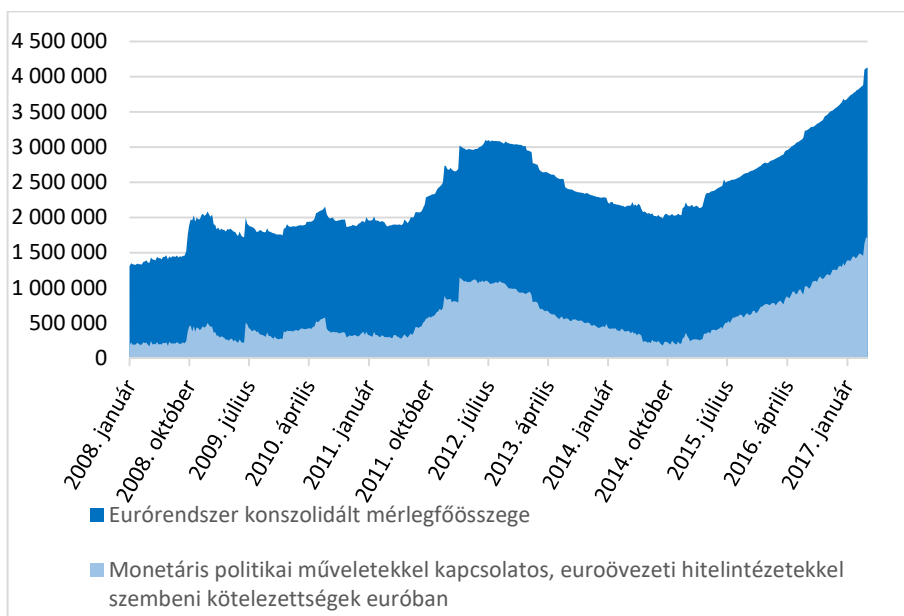
Bár az SMP során már figyelemre méltó mennyiségű állampapír vásárlására került sor az EKB részéről, amit a fedezett kötvények vásárlása

¹²¹ Az első tenderen 523 bank jutott hozzá 489 milliárd euró értékben hitelhez, a második tenderen 800 bank közel 530 milliárd euró értékben. Utóbbiak közül 460 német bank volt (forrás: Cour-Thimann és Winkler 2013, és EKB).

¹²² A tenderek meghirdetésével egyidejűleg a kötelező tartalékrátát 2-ről 1 százalékra csökkentette az EKB, továbbá szélesítette a monetáris műveletekhez elfogadható fedezetek körét.

¹²³ Az SMP keretében elvileg nemcsak állampapírok vásárlására lett volna lehetőség.

is kiegészített, továbbá valóban nagyléptékű és tartós banki refinanszírozás is megvalósult, ezeket továbbra sem lehet a válságot követő más QE programokkal azonos kategóriába sorolni. Először is az EKB betétoldali eszközökkel teljes mértékben sterilizálta az eszközvásárlások által piacra került többletlikviditást, ezáltal azok nem növelték a jegybank mérlegfőösszegét, valójában tehát pusztán a mérleg összetételének változtatására került sor. Másrészt a hosszú távú refinanszírozási tenderek során megszerzett forrásokkal a bankok részben más jegybanktól származó forrásukat cseréltek le, azaz a nettó likviditásbővítő hatás a tenderek méreténél jóval kevesebb, csak mintegy 520 milliárd euróra volt tehető (Praet, 2012). Az eurórendszer likviditása 2014 végére fokozatosan vissza is tért a korábbi mértékre, jól mutatva, hogy a bankok a feleslegessé vált jegybanki kölcsönforrásokat folyamatosan le is építették (lásd 17. ábra).



17. ábra: Az eurórendszer konszolidált mérlegfőösszegének és az euróövezeti hitelintézetekkel szembeni monetáris politikai műveletekből eredő euró kötelezettségek (millió EUR). forrás: EKB

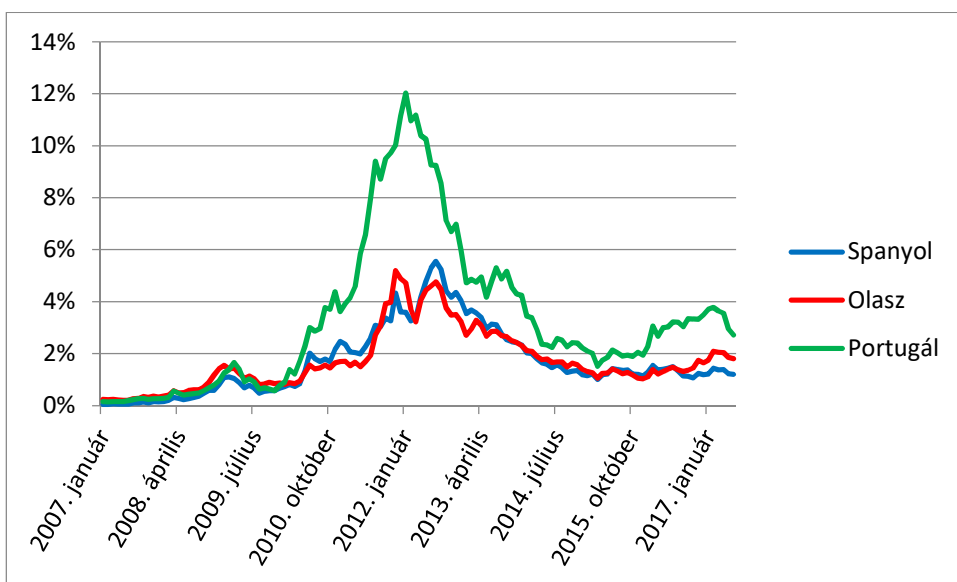
Az SMP-t, azonos célokkal, de az európai válságkezelő intézmény¹²⁴ működésével összehangoltan, 2012 szeptemberében egy másik eszközvásárlási program, az OMT¹²⁵ váltotta, amelynek keretében azonban nem került sor jegybanki tranzakcióra. Ettől függetlenül a korábbi lépéseknél is sikeresebben enyhítette az eurórendszeren belüli, 2012 nyarán csúcson levő feszültségeket: sikeresen csökkentette a tagállamok állampapír hozamai közötti különbségeket (lásd 18. ábra), illetve az euróövezet pénzügyi töredezettségét.¹²⁶ Az eredményesség leginkább azzal magyarázható, hogy az EKB a piac számára nyilvánvalóvá tette, hogy elkötelezett abban, hogy megállítsa az adósságválság további eróziós hatását a monetáris folyamatokra, rendelkezik ehhez megfelelő eszközzel és kész is alkalmazni azt.¹²⁷ Annak ellenére, hogy tényleges jegybanki vásárlás nem történt, a dolog jelentőségét az adja, hogy kijelölte a jövőre nézve azt, hogy a QE program, azon belül az állampapír vásárlás lehet egy olyan eszköz, amellyel az EKB képes sikeresen hatni a piacra.

¹²⁴ Az Európai Stabilizációs Mechanizmussal (European Stability Mechanism – ESM), illetve az Európai Pénzügyi Stabilitási Eszközzel (European Financial Stability Facility – EFSF). Az OMT esetében csak olyan államok értékpapírjainak a megvásárlására volt lehetőség, amelyek az ESM/EFSS megfelelő programjaiba kerültek.

¹²⁵ Outright Monetary Transactions

¹²⁶ Ez utóbbival kapcsolatban lásd a 27. ábrát a TARGET2 rendszer egyensúlytalanságának alakulásáról, amelyet később tárgyal majd az értekezés. Az ábrában 2012 nyara után megfigyelhető a mérleg csökkenése, ami jól mutatja a bizalom helyreállítását.

¹²⁷ Ezzel kapcsolatban Mario Draghi „whatever it takes” szófordulata vált szállóigévé, amelyet 2012. július 26-i londoni konferencián mondott először, amelynek lényege az volt, hogy „az EKB a mandátumán belül mindent megtesz az euró megőrzésért és higgycél el, az elegendő lesz” (Draghi, 2012, internetes forrás, oldalszám nem értelmezhető).



18. ábra: Az olasz, spanyol és portugál 10 éves állampapír hozam felárának alakulása a 10 éves német állampapír hozamhoz képest (százalék), forrás: EKB.

Az SMP és az OMT program mindazonáltal rávilágított az európai QE előtt álló további akadályra, az EKB állampapír vásárlásának az uniós joggal való összeegyeztethetőségére. A közvetítésben uralkodó banki dominancia, az EKB szemlélete, valamint a válságkezelés kezdeti sikerei mellett így a negyedik ok, amiért az európai mennyiségi lazítás késett az volt, hogy a jegybanki állampapír vásárlás megítélése nem volt egységes abban a tekintetben, hogy ellentmond-e az uniós szabályozásnak, amely a monetáris finanszírozást tiltja.¹²⁸ Az állampapír vásárlás az euróövezet esetében ráadásul nemcsak egy, hanem jelenleg már 19 állam dolgát érinti. A magas európai államadósság-ráták és egyes államok költségvetési fegyelmezetlensége mellett érthetően vita alakult ki arról, hogy egyáltalán jogszerű-e az említett tiltás fényében az EKB állampapír vásárlása. Végül bíróságra került az ügy és csak ennek pozitív alakulása után 2015 elejére

¹²⁸ Az Európai Unió működéséről szóló Szerződés vonatkozó 124-es cikke

kaphatott zöld lámpát az EKB QE programja.¹²⁹ Továbbra is beárnyékolja azonban ezt az a félelem, hogy ha egy tagállam finanszírozása valamiért mégis ellehetetlenül, akkor gyakorlatilag mégis a monetáris finanszírozás réme merülne fel.¹³⁰

5.3. Az európai mennyiségi lazítást befolyásoló tényezők és az ECB programjának perspektívája

2015 elején nem véletlenül irányult kivételes figyelem az EKB-ra. A pénzügyi válság brutálisan mutatott rá Európa gyengeségeire. Miközben alapvetően erősnek tűnt a gazdaságpolitikai koordináció az EU-ban, a gyakorlatban a válságkezelő intézmények hiányoztak, a pénzügyi harmonizáció és felügyelet tökéletlen volt. A válságot követően a makroegyensúlyi és pénzügyi stabilitási különbségek gyors divergenciához vezettek a tagállamok gazdasági helyzetében. Bár a válság hatására az EU gazdasági kormányzásának intézményrendszerében jelentős reformok születtek (pl.: Six Pack, Bankunió, Euró Plusz), de nyilvánvaló lett, hogy a

¹²⁹ 2015. január 14-én jelent meg Cruz Villalón főtanácsnok indítványa abban az ügyben, amely az OMT program jogszerűségét vitatta az Európai Unió Bírósága előtt. Az indítvány az OMT programot összeegyeztethetőnek ítélte az Európai Unió működéséről szóló Szerződéssel, azaz az EKB monetáris politikai célú állampapír vásárlása előtti jogi akadály gyakorlatilag elhárult (a végleges döntés félévvel később született meg, összhangban az indítvánnyal). Az indítványt lásd:

<https://curia.europa.eu/jcms/upload/docs/application/pdf/2015-01/cp150002hu.pdf>.

¹³⁰ Így Görögország és 2 átmeneti hónap kivételével Ciprus állampapírai ténylegesen nem is kerülhettek be a programba. Az erkölcsi kockázat (moral hazard) elkerülése érdekében a keményvonalas politika indokolt ebben a kérdésben.

fiskális unió hiányában a közös gazdaságpolitika továbbra is csak „félkarú”. Ennek ugyan az euro létrejöttekor és az azt követő időszakban és az ún. Great Moderation¹³¹ alatt túlzott jelentősége nem volt, de a válságot követően a kilábalás egyik gátja lett. Miután pedig 2011-től a tagállamok költségvetési konszolidációja került előtérbe, ezért a gazdasági és pénzügyi problémák megoldását egyre inkább az egyetlen potensnek tűnő intézménytől, az EKB-tól várták el.

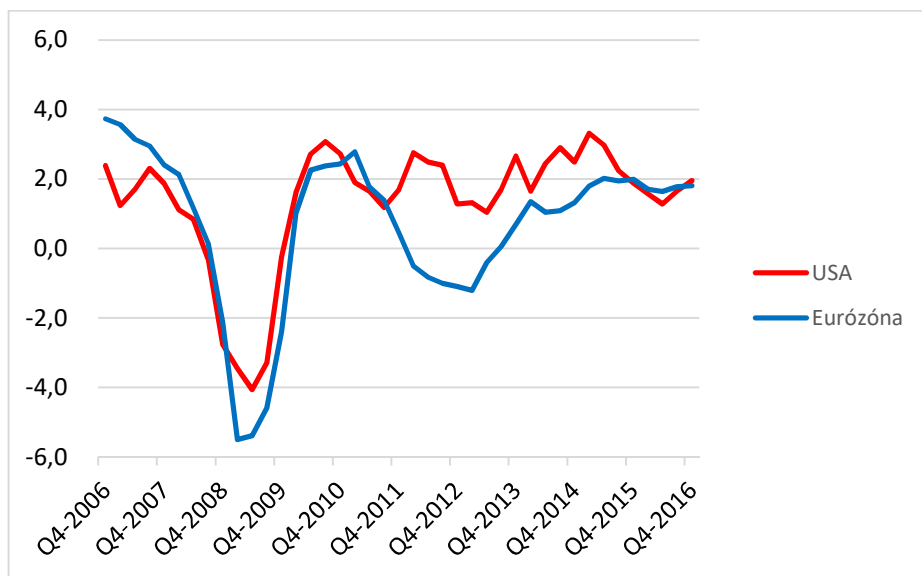
Ezalatt az EKB feladatai és vele együtt hatalma is egyre gyarapodott. A pénzügyi stabilitási mandátum keretén belül az egységes felügyelet a jegybankon belülrre került, az euróövezeti mentőcsomagokat levezénylő Trojka¹³² tagjaként, a mandátuma és függetlensége határán mozgó, már az európai politikára is hatással bíró szupranacionális intézményként kell rá tekinteni. A már említett 2015 januári sajtótájékoztatóval pedig kezdetét vette az európai QE, amit azóta mennyiségében, várható időtartamában és a kiegészítő lépéseket illetően is tovább erősített az EKB.

Az európai gazdaságpolitika központi kérdése az, hogy lábra áll-e végre Európa a pénzügyi válságot követő letargiából? Mialatt az USA gazdasága a QE időszaka alatt erőre kapott: a munkanélküliség visszatért a természetes ráta feltételezett sávjába, a gazdasági növekedés ugyan nem kiemelkedő, de elfogadható szintű; addig ezalatt az eurózónában a munkanélküliség csúcsra ugrott, a válságot követő kezdeti kilábalást követően a gazdasági teljesítmény másodkörös visszaesést szenvedett el. Két évvel az európai QE kezdete után viszont pozitív jelek látszanak: a gazdasági növekedés, ha egyelőre haloványan is, de újra megjelent, a

¹³¹ Great Moderation névvel jelölik a 80-as évek közepétől 2007-ig tartó korszakot, utalva az üzleti ciklusok csillapodására és az árstabilitásra.

¹³² IMF - EU Bizottság - EKB hármasa

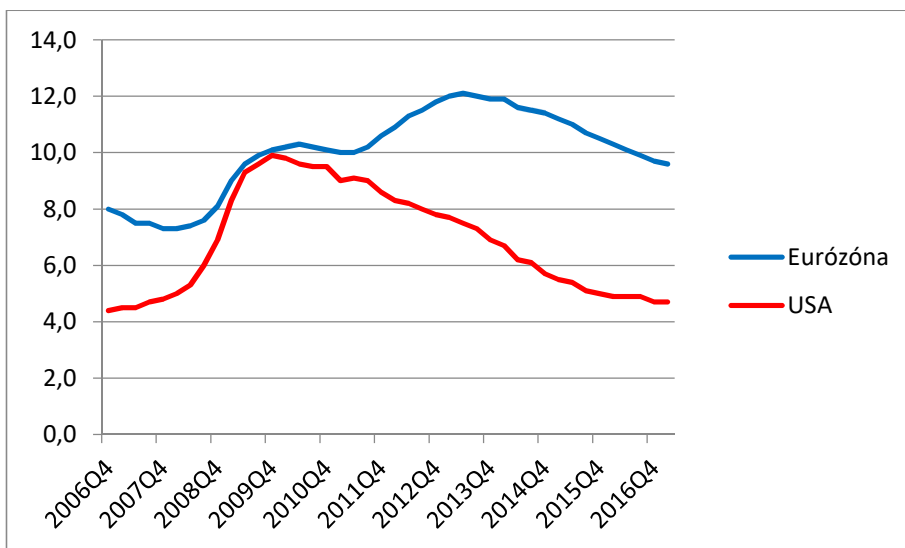
munkanélküliség lassan ugyan, de csökkenőben van (lásd 19. és 20. ábra). 2017-ben az infláció is a célérték közelébe kúszott, a maginfláció is – hosszú ideje tartó stagnálás után – végre emelkedést mutatott,¹³³ azaz gyengülni látszik a deflációs veszély.



19. ábra: Az USA, illetve az eurózána¹³⁴ negyedéves GDP növekedésének rátái az előző év azonos időszakához képest, szezonálisan kiigazítva (százalék), forrás: OECD

¹³³ 2017. áprilisában az eurózána fő inflációs mutatója (HICP) 1,9% volt, a feldolgozatlan élelmiszerek és energia árak változása nélkül számolt maginfláció ebben a hónapban 1,2%-ra nőtt. (Adatok forrása: EKB)

¹³⁴ Az eurózána jelenlegi 19 országa



20. ábra: Az USA, illetve az eurózóna munkanélküliségi rátái az előző év azonos időszakához képest, szezonálisan kiigazítva (százalék), forrás: Eurostat

Sikeres az EKB politikája? Tartós lehet a kedvező trend? A vélemények megoszlanak a kérdésben. A főbb kritikák elsősorban a hatástalanságot és a káros mellékhatásokat említik az EKB jelenlegi politikájával szemben. Többségben vannak azonban azok, akik továbbra is bíznak az európai QE jogosultságában. A tavaly év végi vonatkozó felmérés (Centre for Macroeconomics, 2016b) azt mutatta, hogy a megkérdezett európai vezető makroökonómák 78%-a azon az állásponton volt, hogy az EKB-nak továbbra is fenn kell tartania a kivételesen laza monetáris kondíciókat, azaz az EKB QE programjának 2017-ben való folytatását támogatták.

A nem kellően támogató, túl korán a szigorítás útjára lépő monetáris politikának ugyanúgy lehetnek veszélyei, mint a laza kondíciók túl sokáig való fenntartásának. Egyéb tényezők mellett, a 2011-ben megkezdődött költségvetési konszolidációs folyamat és az EKB kamatemelései együttesen végül ismételt (W alakú) recesszióhoz vezettek az euróövezetben. A hiszterézis elmélete – amint korábban említésre került –

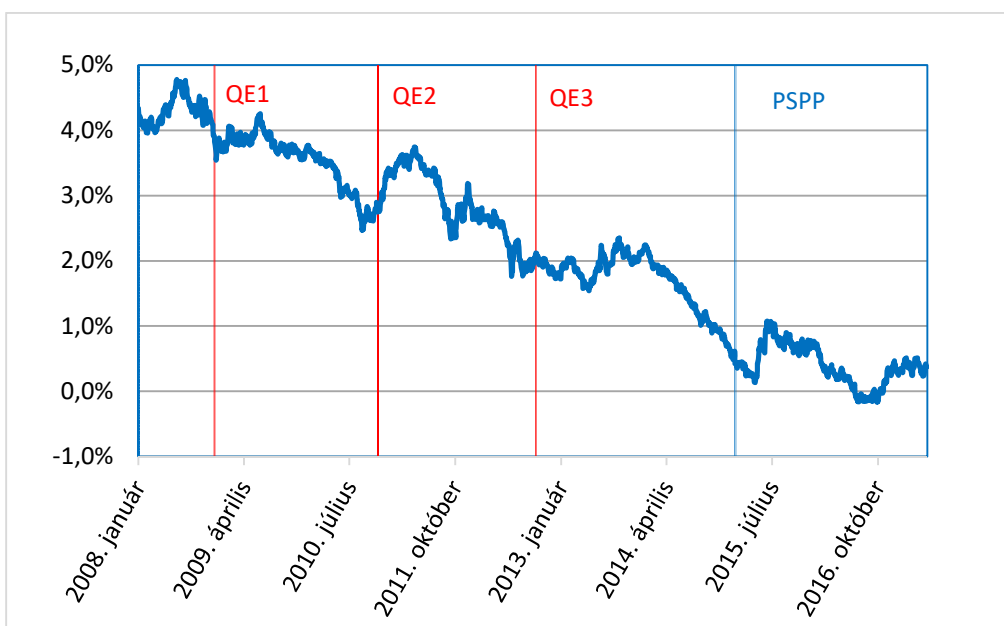
arra figyelmezteti a jegybankot, hogy nemcsak az inflációnak, hanem a tartósan alacsony növekedésnek a kockázatára is érdemes tekintettel lennie.

A monetáris politika azonban nem mindenható. Az elméleti konszenzust tekintve abban nincs változás, hogy hosszú távon a monetáris politika a gazdasági növekedést nem tudja gyorsítani. A válságot követően, rövid távon, a kereslet visszaesése esetén – ahogy már kifejtésre került – a monetáris lazítás a nemkonvencionális eszközökkel képes stabilizálni a gazdaságot: elősegíti a kibocsátás gyorsabb visszatérését a potenciális szinthez, ellenhat az árak esésének, azaz csökkenti a sokk által okozott makrogazdasági veszteség mértékét. Hosszú távú, kínálatoldali tényezőkre, strukturális problémákra a monetáris politika nincs hatással. Folyamatosan jelennek meg ezért figyelmeztetések – nemcsak az EKB részéről –, amelyek Európában a fiskális politika szerepére és strukturális reformok szükségességére hívják fel a figyelmet. Tarafás (2016) részletesen elemzi azokat a tényezőket, amelyek korlátozzák a fejlett világban a monetáris politika hatásosságát. Európára vonatkoztatva a megállapításait: a demográfiai okok, az államadósság magas szintje számos euróövezeti országban, a nagy jövedelmi különbségek és a nemzetközi tőkeáramlások ellenirányú mozgása mind olyan akadály lehet, amely miatt az EKB lehetősége a gazdaság fellendítésére akadályokba ütközik.

5.3.1. Az európai program fáziskésése

Az európai mennyiségi lazítás sikeressége előtt álló első akadályként azt kell számításba vennünk, hogy önmagában a program elkezdésének jelentős késedelme és nemzetközi fáziskülönbsége mennyiben hátráltatja azt. A késlekedés miatt az EKB QE programja más kiinduló körülmények mellett kezdődhetett meg, mint a többi vezető jegybank hasonló

programjai. A QE várakozási csatornán keresztüli hatása, piaci nyugtató erején keresztül is érvényesül, ezért – ahogy már említésre került – az időben későbbi programok hatása kisebb volt, mint a kezdeti programoké. A 2015 elején induló EKB lazításra egyértelműen nyugodt piaci időszakban, más EKB lépéseket követően és időben más jegybankok programjától lemaradva került sor. Köszönhetően ezeknek, 2015 elejének általános kamatszintje jóval a korábbi programok kezdetén megfigyelhető kamatok mértéke alatti volt. Következésképpen a hosszú lejáratú kamatcsökkenés előtt már eleve kisebb tér állt rendelkezésre az európai QE során más jegybankok korábbi programjaihoz képest (lásd 21. ábra).

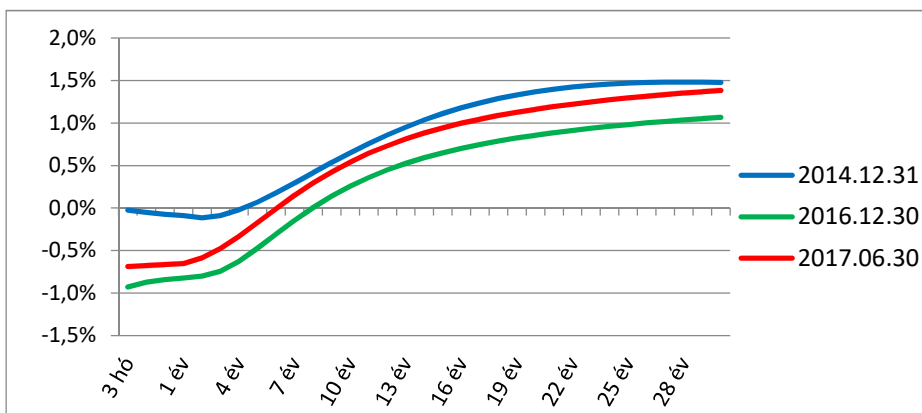


21. ábra: A 10 éves euró benchmarkhozam alakulása az amerikai és európai QE bejelentési időpontokat követően (százalék)¹³⁵, forrás: EKB

¹³⁵ Az EKB által az AAA minősítésű, eurózónán belüli, változó összetételű államkötvények hozamából számolt hozamgörbe 10 éves spot rátái, illetve a Fed, illetve

Empirikus eredményként Andrade et al. (2016) mind saját számításuk alapján, mind más tanulmányokat áttekintve azt találták, hogy az EKB QE programja sikeresen csökkentette a kötvényhozamokat. Az általuk vizsgált tanulmányok eredményei alapján azt is le lehet vonni, hogy az angol és amerikai QE programok kamatcsökkentő hatása erőteljesebb volt, mint az alacsonyabb kamatszintről induló európai vagy japán program. Elemzésük eredménye szerint továbbá az európai QE pozitív makrogazdasági hatásokkal is járt. Ez egybeesik a német jegybank tanulmányával (Deutsche Bundesbank, 2016), akik viszont kiemelik, hogy a reálgazdasági hatások pozitívak, de azok becsült mértéke jelentősen különbözik az alkalmazott modellek függvényében.

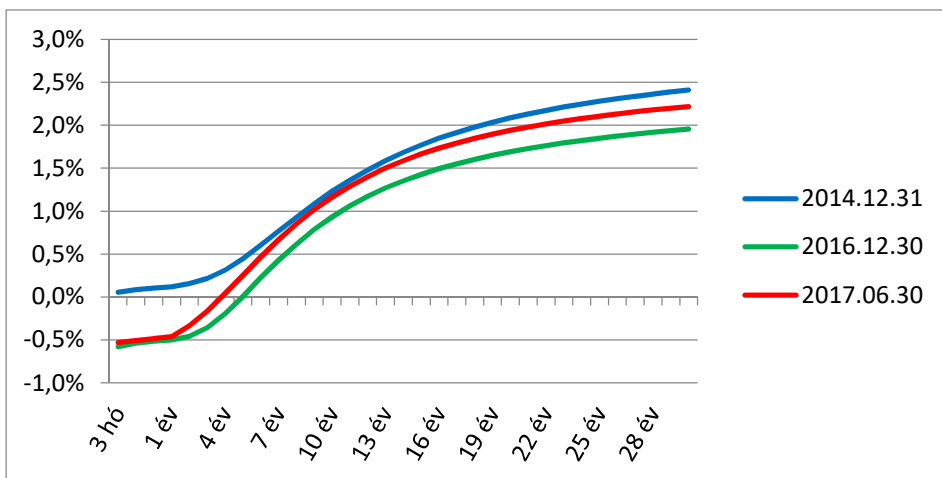
Ahogy a hozamok alakulását mutató 22. és 23. ábrán is látható, a jegybanki vásárlások ténylegesen csökkentették az állampapírok hozamait az eurózónában.



22. ábra: Az euro hozamgörbe¹³⁶ alakulása, AAA minősítésű eurózónás tagországok államkötvényeire vonatkozóan (százalék), forrás: EKB

EKB által (QE 1,2 és 3), illetve Public Sector Purchase Programme – PSPP) az adott program elindításának jegybanki bejelentésének időpontjai.

¹³⁶ Az EKB által becsült adatsor az AAA minősítésű euróövezeti központi kormányzatok (illetve valamennyi minősítéssel rendelkező kormányzat a 22. ábra esetében) fix vagy



23. ábra: Az euro hozamgörbe alakulása, bármilyen minősítésű eurózónás tagországok államkötvényeire vonatkozóan (százalék), forrás: EKB

A frissebb adatok azonban felhívják a figyelmet a fáziskésés egy további lehetséges következményére is. Bár a BoE 2016-ban a Brexit miatt újratezdte, a BoJ pedig töretlenül folytatja saját mennyiségi lazítását, de az amerikai kamatemelés az elmúlt évek nemkonvencionális monetáris politikai gyakorlata során még nem tapasztalt szituációt teremtett az EKB számára. Míg a válságot követő időszakban a vezető jegybankok mindegyike valamilyen formában a lazítás fázisában volt, ezért politikájuk a tovagyrúzó hatásokon keresztül kölcsönösen erősítették egymást, addig az EKB-nak számítania kell a FED lassú szigorításának az európai programra gyakorolt kedvezőtlen hatására is. Bár az ugyan nem világos, hogy – amint az a fenti ábrákon is látható – a 2017-es hozamemelkedés

zéró kupon államkötvényeinek piaci adataiból számított, megfelelő futamidejű zéró kupon kötvényekre vonatkozik. Az adatsor részletes ismertetőjét lásd: https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_area_yield_curves/html/index.en.html

mennyiben ennek vagy az EKB programjának esetleges kivezetésére vonatkozó várakozások erősödése miatti piaci reakciónak¹³⁷ a következménye, de a nemzetközi portfólió-átrendeződés egyértelműen látszik. 2016-ban a nem-euró adósságpapírok irányába történő portfólió-átrendezés miatt rekordot döntött a portfólió tőkekiáramlás az euróövezetből. Az euróövezeti rezidensek 2015-ben és 2016-ban rekordmennyiségben vásároltak euróövezeten kívüli adósságpapírokat. 2016-ban az euró bevezetése óta először a nem-euró övezeti befektetők is nettó eladókká váltak az euró adósságpapírok vonatkozásában (EKB, 2017a). Ez tehát egy olyan tényező, amely az európai QE hatásosságát negatívan befolyásolhatja.

5.3.2. Az európai eszközvásárlás mérete és összetétele

A sikeresség szempontjából mérlegelendő második fontos tényező a QE mérete és összetettsége. Mivel Európában a pénzügyi közvetítésben a banki dominancia jellemző (szemben az amerikaival, ahol a közvetlen, értékpapír-piaci közvetítés dominál), így Európában a QE eredményessége elsősorban a banki hitelezés fellendítésére gyakorolt közvetett hatáson múlik. Nehezíti az eredményességet, hogy az eurórendszer likviditását az EKB hagyományos monetáris eszközeivel az eurózóna bankjainak (értékpapír fedezet mellett) nyújtott kölcsön formájában biztosítja. A QE révén a bankrendszerbe szétáramló források egy részét pedig a bankok a

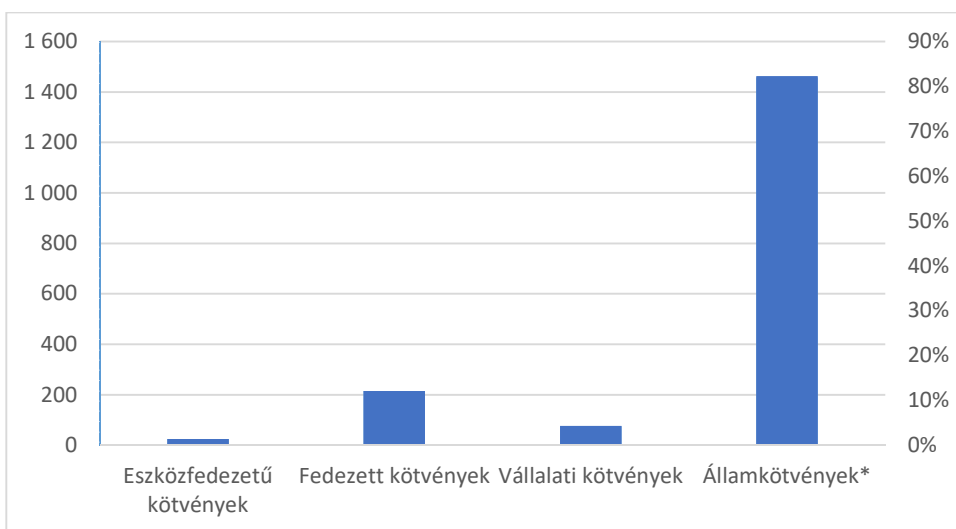
¹³⁷ Ez az ún. taper tantrum 2 jelenség, utalva a 2013-ban USA-ban tapasztalt, korábban már említett, a Fed QE3 programjának csökkentésére adott piaci reakcióra.

feleslegessé váló kölcsönforrások leépítésére használhatják. Ezzel pedig csökkentik a jegybank eszközvásárlási programjának erejét. A QE-t tehát olyan nagyságúra kellett szabnia az EKB-nak, hogy az érdemben hatást gyakoroljon majd a piaci hozamokra és a bankrendszerben levő likviditás mennyiségére is, erőteljesen ösztönözve a bankokat hitelezésre. Ahogy a 17. ábrán is jól követhető, az EKB eszközvásárlási programjának mennyiségi lazító hatása tartós tudott maradni, szemben a 3 éves LTRO eszközzel, amely révén csak átmenetileg nőtt az eurórendszer mérlege.

Kellő nagyságú QE Európában csak állampapír vásárlással érhető el, mivel a bankközponitú közvetítés mellett érdemi mennyiségben és minőségben ez áll rendelkezésre az európai piacon.¹³⁸ Az EKB 2015 márciusában induló eszközvásárlási programja¹³⁹ túlnyomó részben erre koncentrált (lásd 24. ábra).

¹³⁸ 2016 végén a hosszú lejáratú szuverén államkötvények piaci állománya nominális értéken 7126,9 mrd euró, a helyi és egyéb kormányzati kötvények értéke 465,7 mrd euró, a nem pénzügyi vállalkozások kötvényállománya 908,2 mrd eurót tett ki, minden minősítésű papírt beleértve (forrás: EKB).

¹³⁹ Valójában a fedezett kötvények vásárlásának 3. szakasza (CBPP3) már 2014. októberében, az eszközfedezetű kötvényeké (ABSPP) pedig már 2014 novemberében megkezdődött, a vállalati kötvényekre (CSPP) viszont csak 2016 júniustól került sor.



24. ábra: Az EKB eszközvásárlási programjának kumulált adatai 2017. március 31-én: az egyes eszköztípusok állománya könyvszerinti értéken mrd EUR-ban és az összes százalékában., forrás: EKB. * Önkormányzati és szupranacionális kötvényekkel együttesen.

Az állampapírpiacon mérete is korlátot szab azonban az európai QE előtt. Az európai késelem hatása ebben is erőteljesen jelentkezik. A válságkezelés jelentős fiskális igényeket támasztott a kormányzatokkal szemben, amely a kormányzati adósság növekedésével és jelentős nettó állampapír kibocsátással járt. Ezzel szemben a konszolidációs időszakban az állampapírok kínálati oldala kevésbé vagy akár nem is növekszik. Ez ugyan a QE-nek a kamatokra gyakorolt szándékolt csökkentő hatását erősíti, de megnehezíti a mennyiségi cél elérését és/vagy a kockázatkezelést. Míg például a Fed nagyléptékű eszközvásárlásai időszakában, több mint megtriplázódott az amerikai hosszú lejáratú állampapírok állománya, az euróövezetben a hosszú lejáratú szuverén kötvények állománya csak

minimálisan nőtt az európai eszközvásárlási program első két éve alatt.¹⁴⁰ Európában ráadásul nem is beszélhetünk olyan homogén piacról, mint a többi vezető jegybank QE programjai során, mivel itt nem egy, hanem (Görögországot és Ciprust leszámítva) 17 ország állampapírjairól van szó, amelyek különböző minősítésűek, hozamúak és nem is teljesen egységes piacúak. Tehát a piaci szűkösség nemcsak a QE program összességében, hanem országonként is jelentkezhet.

Kockázatkezelési okokból továbbá az EKB több különböző limitet állapított meg az állampapír vásárlások tekintetében. A kibocsátónkénti maximum¹⁴¹ a jegybanki vásárlások miatti piaci torzítást kívánja korlátozni, illetve a monetáris finanszírozás tilalma miatt került felállításra. Az értékpapíronkénti limit¹⁴² célja lehet az előbbieken túl, egy esetleges csőd esetén, a közös fellépés blokkolását gátló kisebbségi tulajdonrész elkerülése is. A jegybankok által – amennyiben egy szuverén csődhelyzet állna be – egy hitelezői bemártás (bail-in) megszavazása ugyanis jogilag lehetetlen vagy legalábbis súlyosan vitatható lenne. Ezért a jegybank túl nagy szavazati súlya egy konkrét értékpapír esetében éppen az esetleges

¹⁴⁰ Míg az USA-ban nominális értékben a 2008 végi közel 3 ezer milliárd dollárról 2014 októberére 9 ezer milliárd dollár fölé emelkedett a hosszú lejáratú szövetségi államkötvények piacon lévő mennyisége (forrás: US Treasury), addig az euróövezetben a 2015 februári 6846 milliárdról 2017 január végére mindössze 5%-kal, 7170 milliárd euróra nőtt a hosszú lejáratú szuverén kötvények piaci állománya (forrás: EKB).

¹⁴¹ Jelenleg ez 50% a szupranacionális kibocsátókra, 33% a szuverén kibocsátókra, illetve önkormányzatokra.

¹⁴² Jelenleg ez 25% a közös cselekvési klauzulát tartalmazó állampapírokra, 33% a többire.

sikeres adósságrendezést gátolná. Az árfolyamkorlát¹⁴³ a közvetlen jegybanki veszteségek elkerülése miatt, a lejáratkorlát¹⁴⁴ a QE céljának, a hosszabb hozamok leszorításának megfelelő, érdemi piaccal bíró lejárat spektrumot jelöli ki. Az utolsó korlát az állampapír vásárlás kockázatának az eurórendszer jegybankjai között történő megosztását szabja meg.¹⁴⁵

A 2015 elején meghirdetett QE kezdeti keretfeltételei¹⁴⁶ alapján a mennyiségi korlátok még nem jelentkeztek, a program mennyiségi kibővítésével és időbeli kitolásával¹⁴⁷ azonban egyre inkább az elemzések előterébe került a téma. Az EKB az idő előrehaladtával folyamatosan

¹⁴³ A 2016 végéig érvényes szabályok szerint a vásárláskori hozam nem lehetett kisebb a jegybank O/N betéti eszközének kamatánál (ami jelenleg mínusz 0,4 százalék). 2017-től ez a szabály már nem kötelező, csak iránymutató jelleggel bír.

¹⁴⁴ Jelenleg minimum 1 év, de 31 évet el nem érő hátralevő futamidejű spektrumot jelöl ki ez a limit.

¹⁴⁵ A kezdetektől fogva változatlanul 20%, ami közvetetten jelentkezve, az EKB 10%-os saját vásárlási limitjéből és a szupranacionális papírok maximált 10%-os részarányából tevődik össze. Ezen felül a nemzeti jegybankok vásárlása az eurórendszerbeli tőkekulcsuknak megfelelően a saját nemzeti kötvényekre korlátozódik. Szemben tehát a korábbi programmal, az SMP-vel, amelyik a vásárolt állampapírokból származó kockázatot teljesen megosztotta az eurórendszer jegybankjai között, a jelenlegi program (PSPP) során, az EKB saját tőkéjének fenntartására vonatkozó kötelezettségen és a szupranacionális kötvények tartásának kockázatán túl, más államok szuverén kockázatai nem terhelik közvetlenül a nemzeti jegybankok mérlegeit.

¹⁴⁶ A program a meghirdetéskor várhatóan 18 hónapon át, 2016 szeptemberig tartó, havi 60 milliárd euró összegű jegybanki eszközvásárlást jelölt meg, amelyből a szuverén kötvényekre mintegy havi 44 milliárd euró összeg jutott átlagosan.

¹⁴⁷ A program időtartamát 2015 decemberében 2017 márciusig, 2016 végén pedig várhatóan 2017 végéig hosszabbította meg eszközvásárlási programját az EKB. Mennyiségben 2016 márciusa és 2017 márciusa között 80 milliárd euróra emelte a havi összeget, 2017 áprilistól újra az eredeti 60 milliárd euróra csökkentette.

lazított a fentiekben felsorolt limiteken. Részben nőtt az értékpapíronkénti limit és a szupranacionális kibocsátói limit, önkormányzati kötvényekkel bővült a vásárolt értékpapírok köre, valamint szélesedett az elfogadott futamidő-sáv is. 2016 közepén pedig az eszközvásárlási program új elemmel, a vállalati kötvényvásárlási programmal bővült. Miután az állampapír hozamok széles tartományban negatívba fordultak, ezért az O/N betéti kamat 2015 végén és 2016 márciusában történt csökkentése is hozzájárult a kezdetben meghatározott limitek enyhítéséhez. E tekintetben – különösen a leginkább érintett német papírok esetében – lényeges könnyítés volt, hogy 2016 végén eltörlésre került az árfolyamkorlát, azaz jelenleg már az O/N betéti kamat alatti hozamszinten is lehet állampapírokat vásárolni.

Bár mindezen lépések hatására enyhült az eszközvásárlás előtt a piaci kínálat szűkösségéből eredő akadály, de a jelenlegi feltételek mentén jövőben csak fokozatosan csökkenő mértékben tartható fent az európai QE program.¹⁴⁸ Ennek első jelei már látszanak: 2016 decemberében a piaci torzítás elkerülése érdekében vásárolt összességében alacsonyabb mennyiséget az EKB, 2017 elején pedig már több ország állampapírai esetében elmaradt a tényleges vásárlás értéke a kulcs szerint arányosan várható értéktől.¹⁴⁹ A kínálati korlátok tehát egyre inkább éreztetik majd a hatásukat. A limitek további enyhítése ellen szól viszont, hogy ez egyre inkább a felállításukat indokló alapelvek feladását is jelentené (ez tulajdonképpen már az árfolyamkorlát eltörlésére is igaz), ami az EKB programjával szembeni kritikákat, illetve a politikai ellenszelet erősítheti

¹⁴⁸ Lásd például Claeys-Leandro (2016) elemzését a tárgyban.

¹⁴⁹ Kisebb periférikus országok: Szlovénia, Portugália, Írország és Finnország esetében (adatok: EKB).

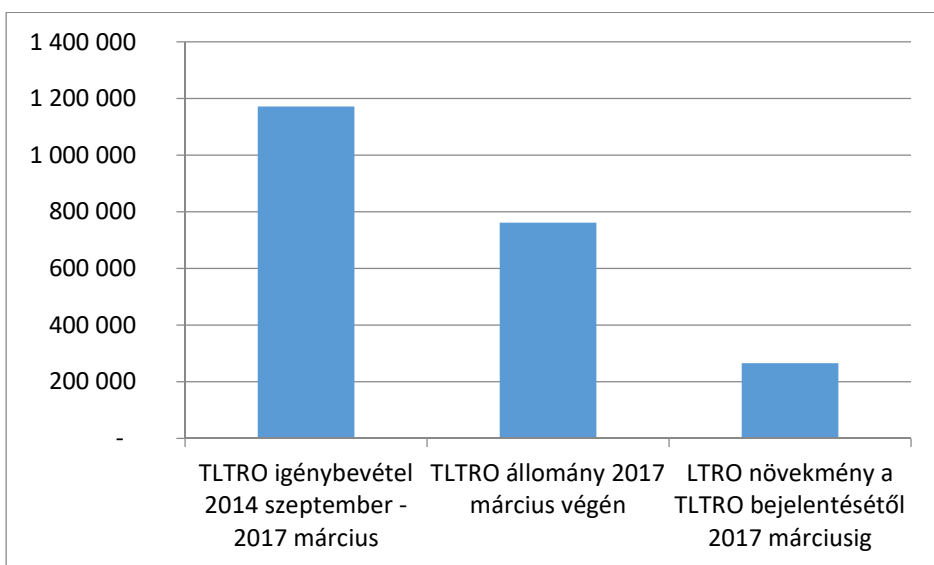
fel. Ezért rövid távon a mennyiségét tekintve, középtávon pedig időben is korlátozott az eszközvásárlási program folytatása.¹⁵⁰

Az EKB hosszú lejáratú, célzott refinanszírozási eszköze, a TLTRO is hozzájárult némileg a mennyiségi lazításhoz. A 2014 szeptemberében indult, banki hitelezést támogató két programban¹⁵¹ az EKB összesen bruttó 1172 mrd euró olcsó refinanszírozást biztosított a bankok részére, annak érdekében, hogy a magánszektorban nyújtott hitelezés¹⁵² növekedjen. Elvileg az eszköz endogén mennyiségi lazításként is felfogható, amennyiben a bankok az eszköz iránti keresletükkel növelik a monetáris bázist, ezzel párhuzamosan pedig hitelezésüket. Ténylegesen, 2017 márciusáig a két célzott refinanszírozási program mennyiségi értelemben ennél kisebb mértékben járult hozzá a lazításhoz. A fennálló TLTRO állomány 2017 március végére 762 mrd eurót ért el, a bankok az EKB-tól származó összes hosszú lejáratú finanszírozási állományukat azonban csupán 265 mrd euróval növelték a TLTRO 2014. júniusi bejelentésétől számítva (lásd 25. ábra).

¹⁵⁰ Feltételezve természetesen azt, hogy érdemben nem változik a fiskális politika iránya az eurózóna országaiban, azaz nem bővül jelentősen az állampapírok kínálata.

¹⁵¹ TLTRO I.: 2014 szeptember és 2016 június, TLTRO II. 2016. június - 2017. március.

¹⁵² A nem pénzügyi vállalkozásoknak és a lakásvásárlási hitelek kivételével a lakosságnak nyújtott hitelek csökkenésének megállítást és növelését célozta az eszköz.



25. ábra: Az EKB hosszú lejáratú finanszírozási eszközei, az LTRO és ezen belül a TLTRO állományának változása (mEUR), forrás: EKB.

A bankok egyrészt a TLTRO II eszközt felhasználták a TLTRO I során megszerzett források lecserélésére, illetve a TLTRO I. során önkéntes visszafizetésre is lehetőség van. Ezek hatására a fennálló TLTRO állomány kisebb, mint az aukciók során összesen alokált állomány. Másrészt, az EKB egyéb hosszú lejáratú eszköze (TLTRO-n kívüli, egyéb LTRO) iránti banki kereslet is visszaesett, azaz azok állománya csökkent. Azt nehéz számszerűsíteni, hogy az egyéb LTRO állományának a csökkenésében mennyiben játszott szerepet a jegybank párhuzamosan futó eszközvásárlási programja és mennyiben a TLTRO megjelenése. A TLTRO tényleges mennyiségi hatását tovább csökkenthette az is, hogy a bankok más, nem hosszú távú jegybanki és piaci forrásaikat is lecserélhették az új jegybanki

eszközre, vagyis a 25. ábrában láthatónál is kisebb lehetett a teljes mennyiségi hatás.¹⁵³

Míg a mennyiségi lazításhoz kevésbé egyértelműen, a hitelezési kamatokra gyakorolt közvetlen hatását illetően biztosabban hozzájárult a célzott refinanszírozás a monetáris kondíciók lazításához. Összességében, mindkét TLTRO program során csökkentek a vállalati hitelkamatok, a sérülékenyebb országokban¹⁵⁴ a TLTRO eszközt igénybevevő bankok jelentősebben tudták csökkenteni vonatkozó hitelkamataikat, mint az azt nem igénybevevő bankok (EKB, 2017b).

5.3.3. A negatív kamatok hatása

Mivel időben jócskán megkésve, alacsonyabb kamatszint és kevésbé támogató nemzetközi környezetben került sor az európai mennyiségi lazításra, ezért a kamatokra gyakorolt hatását tekintve nem volt lényegtelen, hogy az EKB a betéti eszközének kamatát növekvő mértékben zéró alá csökkentette, és mind a QE mind pedig a TLTRO esetében az árazást is ehhez a negatív kamathoz limitálta.¹⁵⁵ Utóbbinál, a hitelösztönzést célzó refinanszírozásnál alkalmazott negatív kamat az egyedi bankok számára profit szempontból különösen kedvező alternatívának teszi a hitelezés növelését. Előbbire vonatkozóan, a mennyiségi lazítást Európában a negatív kamat erősítette. A leírt

¹⁵³ Lásd még a TARGET2-vel kapcsolatban írtaknál a későbbiekben közölt számítást is, ami szintén alátámasztja ezt a megállapítást.

¹⁵⁴ PIGS országok, továbbá Írország, Ciprus és Szlovénia.

¹⁵⁵ Ahogy már említésre került 2017-től a QE esetében is lehetőség van a betéti kamat alatti negatív hozammal is állampapír vásárlásra.

csatornákon – lejáratí prémiumok közvetlen csökkentése, a portfólió átrendezési-hatás erősítése, a bankok ösztönzése a hitelezés és befektetés növelésére, továbbá a fiskális politika adósságterheinek enyhítése – túl más szempontok sem elhanyagolhatók. A tartalékok felhalmozódása néhány ország bankrendszerében koncentrálódik. Az ezekhez tartozó bankokat a kapcsolódó veszteség növekedése a többi ország pénzpiacain történő kihelyezésre ösztönzi. A negatív kamat ezen a módon az eurózóna pénzügyi töredezettségének csökkentése irányába is hat.

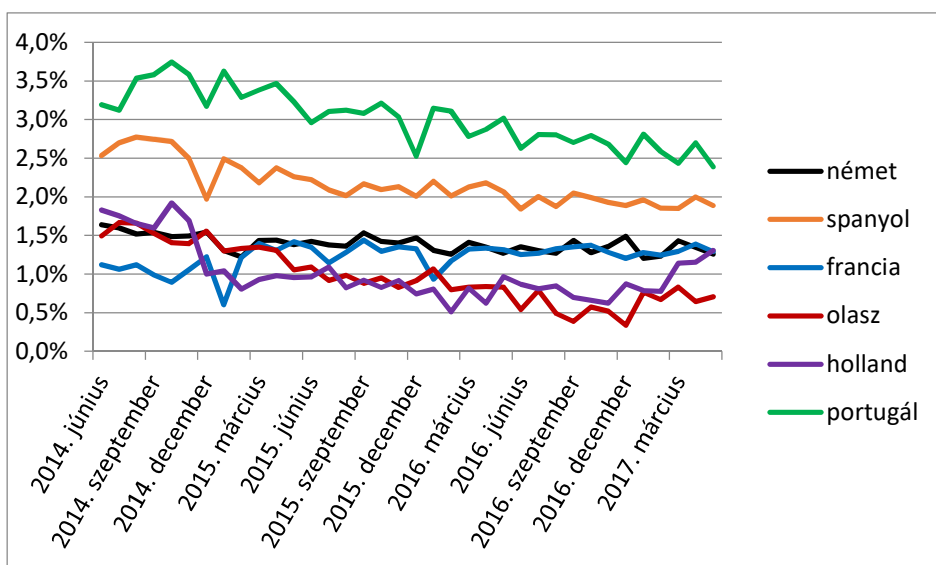
Ugyanakkor, a negatív kamatok káros mellékhatásai is érezhetők az euróövezetben. Ahogy már kifejtésre került, a QE során kényszerűen növekvő és negatív kamatok miatt veszteséget generáló tartalékállományt a bankrendszer egésze legfeljebb annyiban tudja csökkenteni, amennyivel a jegybanktól származó egyéb, kölcsönjellegű forrásait leépítik. 2017 márciusában az euróövezeti hitelintézeteknek a negatív kamatokkal érintett tartalékállományának nagysága már közel 1320 mrd eurót ért el.¹⁵⁶ Ez a jelenlegi EKB kamatszinttel (-0,4%) számolva, éves szinten összesen több mint 5 mrd eurós banki veszteséget eredményez. Mivel a bankok az ügyfeleiknél jellemzően nem tudnak hasonlóan negatív kamatot alkalmazni – azaz a veszteség ilyen módon történő továbbhárítása nem lehetséges –, ezért az EKB állampapír vásárlásai a negatív kamatokkal kombinálva, ezen a csatornán keresztül, egyre nagyobb mértékben terhelik az európai bankszektor jövedelmezőségét.

Megvizsgálva a kamatrés alakulását, ténylegesen annak csökkenését lehet mérni. Az EKB (2016a) számítása szerint a negatív kamatok

¹⁵⁶ A betéti eszközben elhelyezett és a jegybanknál folyószámlán levő szabad tartalékok összege; az adatok forrása: EKB.

alkalmazásának első két évében a kamatrés csökkenésének csak kisebb része tudható be annak, más monetáris lépések és egyéb hatások nagyobb részben okozták azt. Az általuk alkalmazott modell felbontása szerint, 2014 június és 2016 szeptember között, az euróövezeti bankok medián kamatrése közel 1 százalékot esett, amiből mindössze $\frac{1}{4}$ százalék írható a negatív kamat rovására. Felhívják arra is a figyelmet, hogy a sérülékenyebb országokban a kamatrés az átlag alatti szintre süllyedt.

Hosszabb időszakra, ország bontásban megnézve az adatokat a kép ennél árnyaltabbnak tűnik. A 26. ábra kiválasztott országokra nézve a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott, új hitelekre vonatkozóan számolt kamatrésnek az alakulását veszi számításba. Ami jól látható, hogy bár jellemzően csökkent ebben az időszakban a kamatrés értéke, 2017-ben ez már egyes országokban növekedést mutatott. Másrészt a kamatrés mértéke nem attól függ, hogy sérülékenyebb vagy centrum országról van szó.



26. ábra: A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott új hitelek kamatrése (százalék), forrás: EKB.

A banki profitokra viszont eddig pozitív hatással volt az államkötvények és más adósságpapírok hozamcsökkenése. Ez ugyanis árfolyamnyereséget jelent az értékesítési célú portfólió esetében, ami növeli a banki eredményt. A jegybanki vásárlások pedig csökkentették az állampapírok hozamait az eurózónában, a stabil makrohelyzetű országokon kívül, jellemzően a sérülékenyebb perifériális országokban is. Hosszabb távon már vegyes lesz a kép, mivel – ahogy az már említésre került – a bankok szabályozási megfelelés, illetve likviditás menedzsment céljából kényszerűen tartanak majd negatív hozam mellett is államkötvényeket, ezért azokon veszteséget realizálhatnak.

5.3.4. Az európai program perspektívája

Az összesített hatások Európában mindenesetre pozitívnak látszanak. Demertzis és Wolff (2016) kiemelik, hogy az EKB lépései javítanak a gazdasági kilátásokon, ami új hitelezési lehetőséget teremt a bankoknak, illetve elősegíti a problémás hitelportfólió javulását, rendezését is. Az európai QE első évére vonatkozóan az azonnali hatások – a számításaik szerint – pozitívan hatottak a banki jövedelmezőségre. Az EKB (2016a) is azt a következtetést vonja le, hogy a negatív kamatok több csatornán keresztül és irányban hatnak a banki profitokra, előzetesen nem lehet megjósolni ezek együttes, kumulált eredményét. Megemlítik, hogy az EKB jelenlegi monetáris politikáján kívüli egyéb, részben ciklikus, részben

strukturális tényezőknek¹⁵⁷ a banki eredményességre gyakorolt hatása erőteljesebb lehet a negatív kamatok hatásainál.

A mennyiségi lazítás hatásosságát és alkalmazhatóságát korlátozó kérdések mellett, két olyan ellenirányú hatással is számolni kell az EKB-nak, amely a QE sikerességét befolyásolhatja: a fiskális konszolidációnak és a bankszabályozás szigorodásának következményével. Az állami fiskális fegyelem helyreállítása az EU intézményi megerősítésének sarkalatos pontja. Európában 2011 után a költségvetési konszolidáció azonban éppen a monetáris politikától várt iránnyal szembe ment. Ennek számottevő hatása volt. Egyrészt, a költségvetési kiadási multiplikátor értéke (vagyis az, hogy egységnyi kiadáscsökkentés mekkora kibocsátási veszteséggel jár), a zero kamathatár és a merevebb pénzügyi korlátok miatt, a válságot követően magasabb, mint korábban (Blanchard–Leigh, 2013). Másrészt – ahogy azt egy vonatkozó bizottsági tanulmány (Veld, 2013) kiemeli – mivel a tagországok gazdaságai erősen kapcsolódnak egymáshoz, az együttesen végbemenő európai konszolidáció az országok egymásra gyakorolt, tovagýűrűző hatásán keresztül még tovább is növelte a multiplikátor értékét. Utóbbi tanulmány becslése szerint a 2011-13-as együttes fiskális konszolidáció 8 évre elnyújtott, teljes GDP hatása az eurózónában országonként különböző, de a korábban becsülteknél jelentősebb növekedési veszteséget okoz.¹⁵⁸ A válság után kibontakozó

¹⁵⁷ Például a nem banki szereplők, fintech cégek előretörése, a szigorúbb szabályozás, bankhálózat átszabása, működési racionalizálás, üzleti modellváltás szükségessége által keltett kihívások.

¹⁵⁸ A tanulmány a GIPS országok esetében 14,34% (Olaszország) és 26,94% (Görögország) közötti értéket, Írországra 11,4%, Németországra 10,46%, Franciaországra

gazdasági helyreállást az európai költségvetési konszolidáció meg is akasztotta. Egyes országok rákényszerültek erre a finanszírozásuk ellehetetlenülése miatt. Más országok vagy a költségvetési politikát szigorúbban ellenőrző EU politika, vagy eleve konzervatív hozzáállásuk miatt fogták vissza a költekezést. Mivel a folyamat még nem ért véget, ezért ez jelenleg is visszahúzza az európai növekedést. Nem véletlenül éri számos kritika Németországot, mivel az eurózóna legmeghatározóbb gazdaságával bírva, különösen szigorú költségvetési politikája hátráltatja az EKB politikájának érvényesülését, illetve a kilábalásnak a perspektíváját.

Mindenestre az alacsonyabb kamatok lehetőséget nyitnak a fiskális politika előtt is. Az EKB nem győzi azonban hangsúlyozni, hogy az így nyert pénzügyi mozgásteret a kormányzatoknak a strukturális reformokra kell fordítaniuk. A válság ugyanis felszínre hozta azt az egyébként nem legújabb keletű jelenséget, mely szerint a potenciális növekedés mértéke már egy ideje süllyedőben van. Ennek okai a teljes tényezőtermelékenység növekedésének lassulása, illetve a munkainput csökkenése. A válság következtében csökkentek továbbá a mérlegalkalmazkodásra kényszerült gazdasági szereplők kiadásai, amelyek a beruházások csökkenésén keresztül vezettek a potenciális GDP növekedési ütemének jelenleg már ijesztő lelassulásához (Praet, 2015). Vagyis a növekedés lelassulása mögött egyaránt fellelhetők keresleti tényezők, amelyekre a jegybank képes hatni, illetve strukturális okok, amelyekre viszont nem.

13,76%, míg a többi eurózóna ország esetében átlagosan 7,94% kumulált GDP veszteséget becsült a Bizottság által is használt QUEST modell alapján.

Mérlegalkalmazkodásra nemcsak az állam kényszerült, hanem az eladósodott lakosság és a vállalatok többsége. Az EKB QE programja azonban lazíthat a gazdasági szereplőknek a válság miatt merevebbé vált költségvetési korlátain, illetve ezen keresztül közvetetten enyhítheti a fiskális konszolidáció említett negatív hatását is. A negatív kamatok azonban itt is ambivalens szerepet játszanak. Bár a piaci hozamesökkenés a megtakarítók portfóliójára kezdetben vagyonnövelő hatással van, ami a reálgazdaságra is pozitív befolyást gyakorol, a negatívba forduló kamatok viszont a kamatjövedelmek csökkenése miatt a megtakarítók jövedelmére kedvezőtlenül hatnak.

Más is hátráltatja a növekedést. Bár a banki szektor ugyan a válságból kilábal, de a bázeli szabályozás implementációjának még csak az első felében vagyunk, de ez egy évekig elhúzódó folyamat lesz. A növekvő tőkekövetelmények és az új likviditási előírások a banki hitelezést tartósan visszafogják majd. Ez pedig növekedési áldozattal jár. A különböző becsléseket összefoglaló Fed tanulmány (Angelini et al., 2011) alapján Európa esetében a szabályozás változásának hatására a hosszú távú kibocsátási veszteség akár az 1 %-ot is meghaladhatja.

Ez felvet egy másik problémát is. A nemkonvencionális eszközöknek most már széles arzenálját felvonultató monetáris politika önmaga is veszélyeztetheti a pénzügyi stabilitást. A kockázati prémiumok csökkenését, az eurózóna pénzügyi piacain kialakult különbségek mérséklődését lehet úgy interpretálni, hogy a piacok eurózónán belüli töredezettsége javult, a transzmissziós mechanizmus egyre inkább egységesen, a jegybank szándékai szerinti irányt vesz az eurózóna országaiban. Ezt a töredezettséget, szétagoltságot azonban csak a tárgyalt „durva” nemkonvencionális eszközökkel lehetett csökkenteni, mint

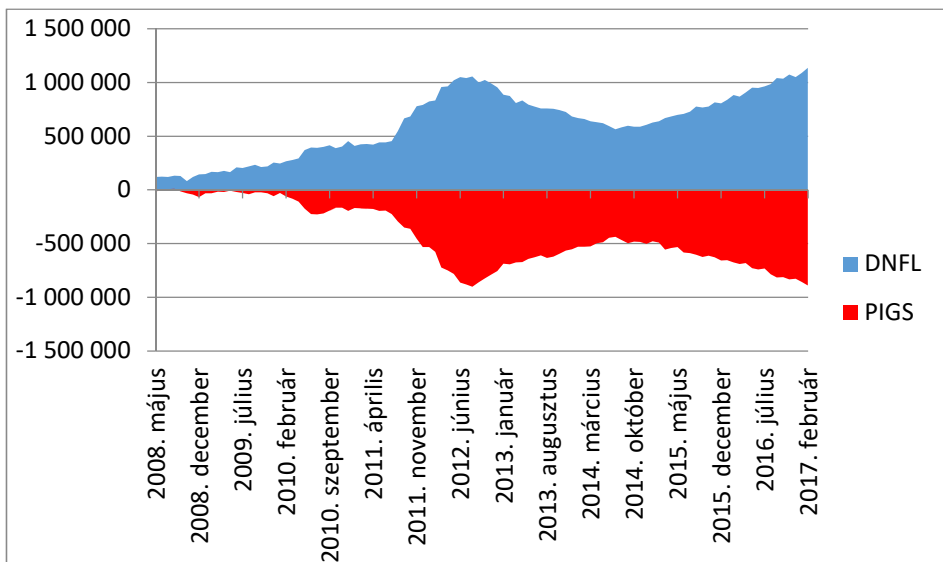
amilyen a jegybanknál elhelyezett banki szabad tartalékokra felszámított egyre negatívabb kamat és az állampapírpiazi határokat feszegető QE. Az ennek hatására negatívba forduló kötvényhozamok, a csúcsokat döntögető részvényindexek viszont arra is utalnak, hogy újabb buborék lehet kialakulóban. A kérdés csak az, hogy mennyire torzították a piacokat a jegybank lépései, és ez milyen stabilitási kockázatokat rejt. Elgondolkodtató az ügyben a sajátos európai megközelítés. Miközben a bankunión belül a bankrendszer alapvető stabilitási ügyei az egységes felügyeleti mechanizmus¹⁵⁹ keretén belül az EKB hatáskörébe kerültek, addig a pénzügyi rendszer egészét illető makroprudenciális eszközök jórészt a tagállami makroprudenciális hatóságok kezében vannak. Mario Draghi a 2015 januári sajtótájékoztatóján (Draghi, 2015) egy újságírói kérdésre adott válaszában arra utalt, hogy amennyiben egy tagállamban eszközár-buborék alakulna ki, ott az adott helyi makroprudenciális hatóságnak kell fellépnie ez ellen. Mindeközben kétségtelen, hogy egy tagállami eszközár-buborék kialakulásának melegágya éppen a laza közös monetáris politika lehet.

A kamatok és hitelkondíciók konvergenciája a tagországok piacain nem bizonyítja egyértelműen a piacok eurózónán belüli töredezettségének javulását. Az EKB QE programja biztonságot jelent a piaci szereplők számára, ami elősegítheti az állampapírpiacon töredezettségének csökkenését az eurózónán belül. A program kezdete óta viszont a TARGET2 rendszerben¹⁶⁰ a nemzeti jegybankok pozíciójának eltéréseiből

¹⁵⁹ Single Supervisory Mechanism - SSM

¹⁶⁰ Emlékeztetőül: a TARGET2 az euróövezet egységes fizetési rendszere, amelyet az eurórendszer üzemeltet.

mérhető egyensúlytalanság újra jelentős növekedésnek indult (lásd 27. ábra).



27. ábra: Az eurórendszer jegybankjainak TARGET2 nettó egyenlege kiválasztott ország csoportok¹⁶¹ szerint (millió euró), forrás: EKB

Az EKB (2016b) hangsúlyozza, hogy szemben a korábban (2010 és 2012 között) tapasztaltakkal, az egyensúlytalanság növekedése az elmúlt két évben nem az eurózónán belüli piaci stressz fokozódásának jele, hanem a monetáris politika megvalósításának a következménye. Ez utóbbi alatt azt kell érteni, hogy az eszközvásárlási programok a határokon átnyúlnak, vagyis egy adott ország jegybankjának a hazai állampapírt külföldről kell megvásárolnia. A kötelezettséget felhalmozó országok jegybankjai pedig jelentős részben a követeléssel bíró országokban levő szereplőktől

¹⁶¹ A kiválasztás a jelentős kötelezettséggel, illetve követeléssel rendelkező országok alapján történt. DNFL: Németország, Hollandia, Finnország, Luxemburg

PIGS: Portugália, Olaszország, Görögország, Spanyolország

vásárolnak, ami így automatikusan növeli a TARGET2 mérleget. Szintén ebbe az irányba hat, hogy az EKB saját vásárlásainak jelentős része utóbbi országokból történik. Szintén ebbe az irányba mutat az EKB (2015) szerint az, hogy a LTRO igénybevétele a gyengébb fundamentumú országokban jelentősebb volt. Ez utóbbi hatásának jelentősége azonban vitatható. A részletes számok ugyanis azt mutatják, hogy 2015 február és 2016 vége között¹⁶² a PIGS országok bankjai által igénybevett EKB fő refinanszírozási és hosszú távú finanszírozási eszközeinek együttes állománya csupán 50 milliárd euróval nőtt.¹⁶³ Az EKB friss elemzése (EKB, 2017c) a TARGET2 mérleg növekedését összeveti a kapcsolódó fizetési mérleg komponensekkel és megerősíti a korábbi, fent említett véleményét. Ez azonban kiegészítésre szorul. Az EKB ezen elemzésében közölt adatokból megállapítható, hogy:

- Az európai QE első két évében a TARGET2 egyensúlyromlás mértéke GDP arányosan kisebb volt, mint a 2011-12-es euróválság során fordulópontnak tekinthető 2012. júliusi Draghi beszédet („whatever it takes”) megelőző egy évben.¹⁶⁴
- A TARGET2 mérleg növekedése mögött jelenleg összetettebb folyamatok valószínűsíthetők, mint 2011-12-ben, amikor PIGS országok és Írország irányában a külső finanszírozás váratlan leállása következett be.

¹⁶² Az időszak kezdőpont választásának oka az volt, hogy a 2011-ben és 2012-ben allokált 3 éves LTRO finanszírozásokat, azaz annak torzító hatását már ne tartalmazza az adat.

¹⁶³ Az adatok forrása: „Bruegel database of Eurosystem lending operations developed in Pisani-Ferry and Wolff (2012)”

¹⁶⁴ Az EKB elemzése konkrétan a 2011 július – 2012 augusztus és a 2015 március – 2017 február közötti időszakot hasonlította össze.

— Az is kiderül, hogy a TARGET2 egyensúlyromlásban az érintett országok bankjainak a pénzpiacon és az adósságpapírokon keresztüli külső finanszírozásának a csökkenése is szerepet játszott.

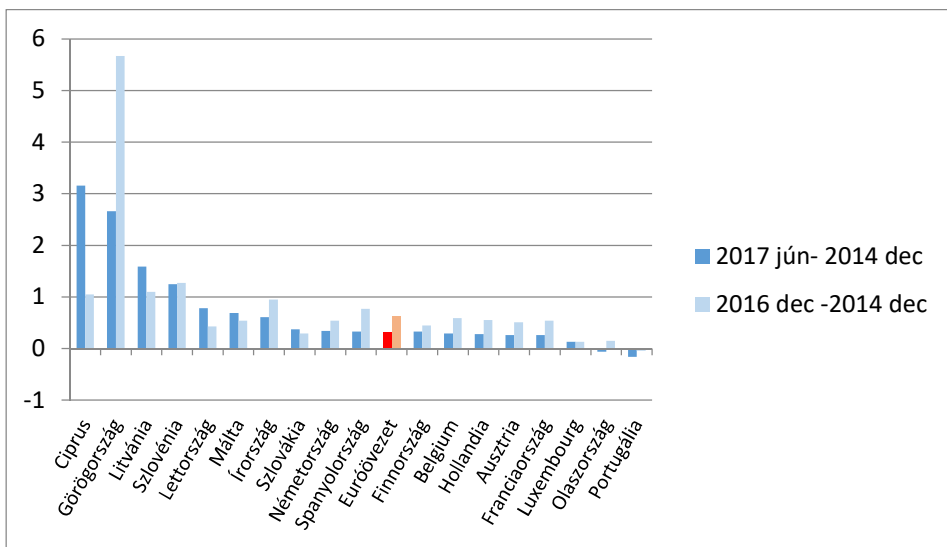
Ez alapján az mondható, hogy a megfigyelt egyensúlyromlás elsődleges oka az volt, hogy a jegybank eszközvásárlási programja során keletkezett többletlikviditás az eurórendszerben elsősorban néhány, többlettel bíró – ország bankrendszerében csapódott ki, ahogy a fenti ábrán látható. Ez rávilágít arra, hogy az EKB eszközvásárlási programját nem kísérte a bankrendszer töredezettségének javulása, azaz a növekvő szabad tartalékok nem áramlottak át a gyengébb makro helyzettel és bankrendszerrel rendelkező országokba, sőt, kis mértékben tovább is nőtt ezen országok bankjainak függése a jegybanki kölcsönforrásoktól.

Ne feledjük azt sem, hogy az állampapír vásárlások miatt bekövetkező jegybanki TARGET2 kötelezettségek növekedés mögött párhuzamosan ezen jegybankok eszközoldalán a saját (az adott állam által kibocsátott) állampapírok növekedése áll.¹⁶⁵ Ezt sem lehet a töredezettség csökkenéseként említeni. A mögöttes kockázatok nem beláthatók teljesen, mert nincs arra külön forgatókönyv, hogy egy, a rendszerrel szemben

¹⁶⁵ Egy példával: az olasz állampapír vásárlások eredményeképpen nőtt a német bankrendszerben az ügyfelek betétállománya, ezzel párhuzamosan a bankok szabad tartaléka a német jegybanknál. A német jegybank eszközoldalán nőtt a követelése a TARGET2 rendszerben, ezzel párhuzamosan nőtt az olasz jegybank tartozása a TARGET2 rendszerben, ugyanakkor az eszközoldalon az olasz állampapír állománya is. A példa szerinti esetben a német banki betétnövekmény mögötti konszolidált eszköznövekmény az eurórendszerben tehát olasz állampapírokból áll.

kötelezettséget felhalmozó ország eurózónából való kiválása esetén mi történne, ha ebből az eurórendszerben veszteség származna.

További aggodalomra adhat okot ezzel kapcsolatosan, hogy bár általában igaz az EKB programjának hozamcsökkentő hatása, ez azonban a megfigyelhető csökkenés mértékét tekintve nem egységes, ahogy ez a 28. ábrából is látható, amely a 10 éves államkötvényhozamok csökkenését tagállamonkénti bontásban mutatja az európai QE időszakában.



28. ábra: Az euróövezeti 10 éves államkötvényhozamok csökkenése (százalék)¹⁶⁶, forrás: EKB

Jól látható, ahogy a 2017 első felében bekövetkezett hozamemelkedés a legtöbb ország állampapír hozamaiban az elmúlt 2 évben elért addigi csökkenés egy részét eltüntette. Természetesen nem biztos, hogy tartós

¹⁶⁶ Az EKB harmonizált hosszú távú kamatláb adatsoraiból – amelyek a 10 év futamidejű állampapírok másodlagos piaci hozamait tartalmazzák – került kiszámításra.

emelkedésről van szó¹⁶⁷, de ennek eredményeképpen található olyan ország (Olaszország és Portugália), amelyek vonatkozó állampapírhozama 2017 júliusában magasabban állt, mint az EKB QE programjának 2015 januári bejelentését megelőző időszakban. Ezek az adatok tehát szintén felhívják a figyelmet az euróövezet pénzpiacainak töredezettségére. A jelenség mögött álló, eurózónán belül az országok közötti fundamentális különbségekre a jegybank kevés hatással tud lenni. Az eredményeket figyelembe véve azt lehet kijelenteni, hogy az EKB programja – amely a jegybanki mennyiségi lazítás tagországokra való allokálását az EKB tőkekulcs szerint osztotta fel – nem vezetett azonos eredményre, és bár közelítette, de egyelőre nem érte el az azonos kondíciókat az euróövezeten belül.

Összegezve a fejezetben leírtakat, megállapítható, hogy az EKB jelenlegi monetáris politikája a reálgazdaság számára jelentős támogató erőt nyújt, miközben az inflációs célértékhez való visszatérést is elősegítette. Az EKB QE programja a kiegészítő lépésekkel csökkentette a kamatokat, az olcsóbb források biztosításával enyhítette a gazdasági szereplők és az állam költségvetési korlátait, növelte a hitelezést, elhárította a deflációs veszélyt, így rövid távon érdemben hozzájárul a gazdasági növekedés helyreállításához.

A késlekedés miatt azonban több olyan tényezővel is számolni kell, ami hátráltatja az EKB programjának eredményességét. Ilyen az induló alacsonyabb kamatkörnyezet, a Fed normalizációs politikájának negatív hatása, a bankszabályozás szigorodása, a fiskális konszolidáció az EU-ban.

¹⁶⁷ Nem pedig – ahogy ez már említésre került – a program esetleges kivezetésére vonatkozó félelem miatti piaci reakcióról (taper tantrum 2)

Ezek miatt is kellett a jegybanki lépéseket úgy kalibrálni, hogy azok kellően hatásosak legyenek. Ez azonban egyúttal a kockázatokat is növeli.

Ez utóbbiakkal kapcsolatos kritikák nem megalapozatlanok. Bár az egymást kompenzáló ellenirányú hatások miatt, a negatív kamatok a bankok működésére nézve egyelőre nem okoztak a banki profitokban látható károkat, de a kamatrés összenyomása a hagyományos banki üzletágakra hosszú távon károsan hat. A negatív kamatok a piacot is torzítják. Nemcsak önmagában, az ennek következtében kialakuló esetleges buborék lehet veszélyes, de a negatív kamatok reálgazdasági hatása is bizonytalan, például a megtakarításokra gyakorolt befolyása miatt. A pénzpiac szempontjából kiemelt fontosságú állampapírpiac a negatív kamatok és jegybanki vásárlás hatására, a kínálat szűkössége mellett nyilvánvalóan torzult, ennek pénzügyi stabilitási következményei még nem beláthatók.

A jegybanki vásárlások kamatpadlójának eltörlésével közvetlenül felvállalt jegybanki veszteségnek vannak fiskális hatásai, de ezeket a QE többi ilyen hatásával együtt szabad csak vizsgálni, ebben az értelemben pedig a fiskális politika számára támogató az EKB programja. A kritika, miszerint az EKB politikájának hatására a jegybanki mérlegekbe beépülő kockázatok negatív fiskális következményekkel járhatnak, más szempontból viszont jogos. Ez gyengítheti az EKB-ba vetett bizalmat, illetve a közös monetáris politika mögötti egységet.¹⁶⁸ Hasonló a helyzet a TARGET2 rendszeren belüli egyensúlytalanság növekedésével. Elfogadható ugyan az EKB érvelése, hogy ez jelenleg nem az eurózónán belüli stressz eredménye, de az

¹⁶⁸ Jens Weidmann, a Bundesbank elnöke például rendszeresen kritizálja az EKB programját a monetáris politika kockázatai, fiskális hatásai tekintetében. Lásd pl. a Die Zeit-nek adott interjújában: Weidmann (2017).

egyensúlytalanság ilyen mértékű növekedése és az ebből eredő eurórendszerbeli kockázat ugyancsak rombolhatja az említett bizalmat és egységet a közös monetáris rendszerben.

Az eurózóna különbözősége átvezet az EKB-val szembeni elvárások realitásával kapcsolatos kérdésre. Érthető, hogy az eurózónában az EKB vállára helyeződött a teher, hogy a válság által felgyűlt problémákra megoldást adjon, de a jegybankkal szembeni elvárásnak fundamentális alapokra kell helyeződnie, vagyis arra, hogy a monetáris politika mire képes és mire nem. A gazdaság strukturális problémáit megoldani, hosszú távon növekedést generálni nem tud. Az EKB-nak mindeközben meg kell küzdenie az eurózóna különbözőségeivel is, amelynek egyik következménye, hogy nem lehet mindenki számára egyértelműen jó monetáris politikát folytatni. A meghatározó gazdaságok adatai egyrészt döntően befolyásolják a monetáris politikát, másrészt a válság következtében töredezetté vált eurórendszerben a monetáris transzmisszió egységes mederbe terelése olyan eszközöket igényelt, amelyeknek a pénzügyi stabilitási hatásai, kockázatai még kérdésesek. Ugyanakkor a tagországok közötti fundamentális gazdasági különbségeket nem is tudja eltüntetni a jegybank, így az elmúlt években a fenti értelemben vett egység elérésében tett erőfeszítéseinek nem lettek egyöntetű eredményei.

6. Következtetések, javaslatok

A monetáris politika a 2007-2008-as pénzügyi válság következtében, illetve azt követően olyan kihívásokkal szembesült, amelyek gyökeres változtatásokat hoztak a jegybanki gyakorlatba. A válság elhárítása, a pénzügyi közvetítő rendszer kimentése korábban nem gondolt mértékben igényelte a jegybankok végső hitelezői beavatkozását, sőt a kormányzatok intervencióit is. A válságot követően jelentős gazdasági visszaesés következett be, a kibocsátás tartósan elmaradt a potenciálistól, defláció fenyegetett, azaz a monetáris politika alapvető céljainak elérése veszélybe került.

Mindezek hatására a pénzügyi stabilitásról való gondolkodásban és az intézményrendszerben radikális változások következtek be. Fellángolt a jegybanki cél változtatása körüli vita is, de lényegi változás ebben nem következett be, sem a célok kiterjesztését, sem pedig az inflációs célérték számszerű változását illetően. Ennek oka a jelenlegi konszenzus erősségében és a változtatási javaslatokat illetően az akadémiai terület megosztottságában kereshető. A jegybankárok sem voltak ezért nyitottak a változtatásra. Utóbbiak az eszközöket illetően azonban sokkal kevésbé voltak elzárkózók. A válságot követően előbb-utóbb mindegyik vezető jegybank nemkonvencionális eszközök arzenálját vetette be úgy, hogy ezen eszközök alkalmazásának elméleti háttére inkább hiányosnak volt nevezhető, és gyakorlati tapasztalatok is csupán csekély mértékben álltak rendelkezésre. Az eszközök megítélése sem egységes a történetek fényében. Bár többségben vannak azok, akik az eddigi eredményeket látva, a nemkonvencionális eszközök használata mellett érvelnek, a kockázatok és

negatív mellékhatások miatt a bírálatok is számosak, és nem is megalapozatlanok.

A vizsgált területek eredményei alapján az alábbi következtetések vonhatók le, illetve a következő javaslatok tehetők:

1. A jegybankok monetáris politikai célrendszerét illetően érdemi változás nem várható, sőt a rugalmas inflációs célkövetés, mint továbbra is alkalmazandó rezsim, meg is erősödött. Az inflációs célérték emelése sem valószínű, azonban az optimális célértékről való vita és a kutatások folytatása javasolt.

Elméleti megközelítésből az IT rezsimmal szemben alternatívaként felmerült, hogy a múltfüggő stratégiák ZLB környezetben rugalmasabb keretet biztosítanak a jegybank számára a kellően erőteljes és tartós beavatkozásra. Ez a rövid távú makro stabilitást elősegíthetné. Az IT rezsimben ugyanis egy hiteles jegybank stratégiájára vonatkozó várakozásokat nehéz abba az irányba formálni, hogy az extrém laza monetáris politika tartósan fennmarad, úgy, hogy eközben a jegybank antiinflációs elkötelezettsége se kérdőjeleződjön meg. A múltfüggő stratégiákkal kapcsolatos legnagyobb bizonytalanság az, hogy alkalmazásuk esetén vajon képesek lennének-e a jegybankok ugyanolyan sikeresen lehorgonyozni az inflációs várakozásokat, ahogyan az a jelenlegi rezsim alkalmazása során tapasztalható volt. A rugalmas inflációs célkövetésnek továbbá két olyan fontos szerepe is megnevezhető a ZLB időszakban, amely inkább az alkalmazása melletti érveket erősíti. Egyrészt a rezsim működési logikájából adódóan, valamint a várakozásokra gyakorolt hatása révén képes a deflációs spirál kialakulása ellen hatékonyan fellépni. Nem tolerálja ugyanis az inflációs célértéktől való elmaradást, és segít abban, hogy a várakozások ne forduljanak deflációs

irányba. Másrészt az IT rezsím, egyfajta garanciaként a nemkonvencionális eszközök inflációs kockázatai ellen is véd, részben pont a várakozások lehorgonyozása által. A rezsím finomhangolására, a növekedési kockázatok nagyobb figyelembevételére a kutatások folytatása hozhat újabb eredményeket.

Míg a rezsím megtartását illetően egyértelmű irány mutatkozik, a konkrét inflációs célértékre vonatkozóan megosztottabbak a vélemények. A célérték emelésének lennének előnyei, elsősorban a ZLB helyzet jövőbeli elkerülését tekintve. Magasabb célérték az eurózónán belüli makro kiigazításokat is könnyebbé tehetné. Az viszont bizonytalan, hogy egy megemelt inflációs célérték esetén az inflációs várakozások szinten tartása mennyire garantálható. Makro régióként eltérő inflációs célérték meghatározására sem látszik esély, tekintve ennek nemzetközi pénzügyi következményeit. Bár nem tekinthető ugyan véglegesen lezártnak az erről folytatott vita, de – még ha a jegybankárok ellenállása idővel csökkenne is – a deflációs veszély elmúltával az inflációs célérték jelenlegi 2 százalékról való emelésének a gyakorlati jelentősége és így a motivációja is csökken majd. Ezért, egyelőre, inkább a jelenlegi célérték változatlanul tartása valószínű.

Több ok miatt is érdemes azonban az inflációs célértékkel kapcsolatos kérdés nyitva tarása. Az alacsony kamatkörnyezet okairól és tartósságáról zajló vita kimenetelének jelentősége van a megfelelő célérték meghatározásához. Amennyiben azok az elméletek nyernek megerősítést, amelyek a növekedés tartós lelassulása, a ciklikus tényezők potenciális növekedésre gyakorolt hatása mellett érvelnek, akkor ennek a monetáris politika szabályára, stratégiájára hatása lesz. Ez azt jelenti, hogy az infláció veszélye mellett a jegybanknak a korábbiaktól eltérő módon és nagyobb

súllyal kell a növekedési kockázatokat számításba venni. A zéró kamathatárba ütközés előfordulási gyakoriságára, makrogazdasági költségeire vonatkozó becslések is erősen függnék olyan paraméterektől (pl. reálkamatláb), amelyek alakulását a fenti vita függvényében máshogy értelmezhetünk. Mindezek a tényezők a célérték növelése mellett szóló érveket is erősíthetik.

2. Nem várható, hogy a pénzügyi stabilitási célok közvetlenül beépülnek a monetáris politikai döntéshozatalba. Nem tekinthető ugyanakkor véglegesen lezártnak a kérdés, a válságot követő intézményi reform tükrében sem. Jövőbeli kutatások feladata lesz a monetáris politikai és a makroprudenciális célok között kialakuló konfliktusoknak, valamint a kereszthatásoknak a feltárása és megértése a gyakorlati tapasztalatok alapján.

A közelmúlt pénzügyi válsága alapján nem vitatott az, hogy a pénzügyi stabilitási célnak a jövőben nagyobb prioritást kell kapnia, mint korábban. Jelenleg sem elméleti háttér, sem a gyakorlati tapasztalatok nem szolgálnak kellő bizonyítékként és támpontként ahhoz, hogy a korábbi monetáris politikai keretektől lényegesen elmozdulva a jegybankok LATW politikát kövessenek. A makroprudenciális eszközök alkalmazása összességében ígéretesebbnek tűnik és a jegybankok részéről elfogadhatóbb alternatíva. A válságot követő reform végül nem járt gyökeres fordulattal a monetáris politikára nézve, hanem a korábbi konszenzus kiegészítésére került sor, a stabilitási ügyeket a mikroprudenciális felügyelet mellett, az újonnan létrehozott makroprudenciális mandátum körébe sorolva. Természetesen, ezzel a pénzügyi stabilitási ügyek nem tűnnek el a jegybanki feladatok közül, sőt nő a prioritásuk. Nem egy esetben a makroprudenciális és

mikroprudenciális felügyelet is a jegybank szervezetén belül, de a monetáris politikai döntéshozataltól elkülönítve működik.

A jelenlegi irányvonal ellenére a kérdés nem tekinthető véglegesen lezártnak. Egyrészt, a makroprudenciális politika alkalmazásának vannak nyitott kérdései. Bizonytalanság van az eszközválasztásban, a makroprudenciális szabályok megfelelő, számszerű meghatározásában. Ebből adódóan az eredményességre csak az alkalmazás során szerzett tapasztalatok függvényében lehet majd konklúziót levonni. Másrészt, a makroprudenciális és a monetáris politika megfelelő összehangolása is a jövő feladatai közé sorolódik. Ha mindkét terület jól működik, akkor egymást erősítik. Ugyanakkor nincs még kialakult gyakorlat és így tapasztalat sem abban, hogy érdekkonfliktus esetén a két különválasztott mandátum mennyiben veszélyezteti majd egymás eredményességét. Speciálisan jelentkezik majd ez a kérdés az eurózónában, ahol a monetáris politika szupranacionális, míg a makroprudenciális mandátum nagyobb részt tagországi hatáskörben van. Maga a monetáris politikai döntéshozatal sem nélkülöz pénzügyi stabilitási megfontolásokat. Nemcsak a jegybanki LoLR szerepkör használata kapcsán felmerülő kérdésekre kell gondolni, hanem minden olyan esetre, amely során a jegybankárok a stabilitási problémák miatt a monetáris politikai célokat veszélyeztetve látják.

Az ezzel kapcsolatos jövőbeli tapasztalatok, illetőleg az LATW elméleti fejlődése is szülhetnek új eredményeket. Folytatni kell ezért a kutatásokat a makroprudenciális eszközök eredményességére és a monetáris politikával való kölcsönhatásaira vonatkozóan.

3. A pénzügyi válság során, majd azt követően alkalmazott nemkonvencionális eszközhasználat olyan tartós változásokat

eredményezett a monetáris politikai gyakorlatban, amelyek a normalizálódás időszakát követően is meghatározóak maradhatnak. A nemkonvencionális eszközök negatív mellékhatásai azonban nem intézhetők el azzal, hogy egyelőre ezek nem jelentkeztek olyan mértékben, amely megkérdőjelezné a használatukat. A folyamatosan gyarapodó tapasztalatokra építve ezért folytatni kell az ezzel kapcsolatos kutatásokat.

A pénzügyi válság elhárítása érdekében tett jegybanksi lépések eredményeképpen kitágult a jegybanksi LoLR szerepkör értelmezése, a jegybanksi finanszírozási eszközök a pénzügyi szereplők korábbinál szélesebb köre számára váltak hozzáférhetővé. A történetek felhívták a figyelmet továbbá a hosszabb távú, tartósabb jegybanksi forrásbiztosítás fontosságára, aminek hatására a jegybanksi likviditásnyújtó eszközök futamideje is hosszabbodott.

A megvalósított, illetve még jelenleg is zajló QE programok szintén tartós átalakulással jártak a monetáris politikára nézve. A programok oly mértékű változásokat okoztak a jegybanksi mérlegekben, amelyeknek leépítése egyhamar nem valósulhat meg. Ezeknek változásoknak, eszközöknek a jegybanksi mérlegben huzamosabb ideig való megmaradása viszont nem gátolja meg a hagyományos jegybanksi kamateszköz hatásos alkalmazását. Normál időkben így a konvencionális jegybanksi eszközök továbbra is meghatározóak maradhatnak. A jegybanksimérleg átalakulásának és az alacsony kamatkörnyezetnek a tartóssága együttesen előrevetítik, hogy amennyiben szükséges, úgy a monetáris lazítás alapvető eszközei a jövőben is a nemkonvencionális eszközök lehetnek. Fontos tényező e mögött az, hogy a tapasztalatok szerint ezek az eszközök eredményesek voltak és használatuk mellékhatásaiként nem jelentkeztek súlyos károk.

Továbbra is folytatni szükséges azonban a nemkonvencionális eszközök költség-hozam vizsgálatát. Az eszközvásárlások csökkenő pozitív hozadékát is tekintve, nem állítható biztosan, hogy a használatuktól várható hozamok a jövőben is meghaladják majd a mellékhatások költségeit. Az általuk okozott piaci torzítás, a pénzügyi szektorra gyakorolt jövedelmezőségi nyomásuk és jövőbeli jegybanki profitban esetlegesen jelentkező negatív következményeik a későbbiekben valós problémát jelenthetnek.

Vizsgálandó a jövőben az is, hogy a jegybanki eszközrendszer átalakulása miatt a jegybanki kamatpolitika transzmissziós hatása hogyan változik a korábbiakhoz képest. A hosszú távú likviditásnyújtó eszközök szerepének növekedése a jegybanki eszközök között, a jegybanki mérlegek tartós átalakulása hatással vannak a hagyományos kamatpolitika működésére. A hosszú eszközök állományának növekedése esetén nő azok kamatának a jelentősége, és hosszabbodik az időtáv, amelyre meghatározó a jegybanki kamat. A jegybanki mérleg tartós megváltozása miatt a szabad tartalékok jelentős állományával kell számolni, ami a rendelkezésre állás betéti oldalának, illetve a betéti eszközök kamatainak szerepét teszi irányadóvá. Ezek önmagukban is eredményeznek változást a hagyományos kamatpolitika hatásában, de ezen túl a két eszköz közötti kölcsönhatás is befolyással lehet arra.

Az előretekintő iránymutatás megítélése sokkal inkább egyértelmű. Az előretekintő iránymutatás erősítette a QE programok hatásosságát. A jegybanki kommunikáció szélesedése és részletesebbé válása hozzájárult a jegybanki hitelesség megőrzéséhez és általában erősítette a monetáris politika transzparenciáját. A sikeresség és a transzparencia erősödése az előretekintő iránymutatás valamilyen formában való fennmaradását

valószínűsíti. Ezt igényli az is, amennyiben a mennyiségi lazítás a jövőben is az eszköztár alkalmazott részét képezi majd.

4. Bár más vezető jegybankokhoz képest késéssel indult az EKB QE programja, de eddigiek alapján eredményes volt. A késlekedés miatt azonban a nemkonvencionális eszközöket úgy kellett megválasztani, paraméterezni, hogy azok kellően hatásosak legyenek, ami azonban a kockázatokat is növelte. A program csökkenő hatásossága, az eurózóna pénzpiacainak tartós töredezettsége felhívja a figyelmet az EKB és általában a monetáris politika lehetőségeinek korlátaira és arra, hogy különösen fontos a mellékhatások folyamatos elemzése.

Egyetértés van abban, hogy az EKB QE programja érdemben csökkentette a kamatokat, támogatta a reálgazdaság javulását és hozzájárult a deflációs veszély elhárításához. Az eredményesség azonban csökkenő, a kockázatok számottevőek, érdemben befolyásolhatják a program végső sikerességét, megítélését. Különösen a bankszektor hosszú távú profitabilitására gyakorolt negatív hatást, az állampapírpiacon torzulását, és azokat a tényezőket kell kiemelni, amelyek az eurózónán belüli piacok töredezettségének növekedését mutatják. Utóbbi rámutat arra a tényre, hogy a tagországok közötti fundamentális alapokban meglévő különbségek orvoslására nem alkalmas eszköz a monetáris politika. Ennek is köszönhetően az EKB 2015-től megvalósított programja csak részben tudta egységesebb mederbe terelni a monetáris transzmissziót az euróövezetben.

Új helyzetet teremtett továbbá a Fed normalizációs programjának előrehaladása is. Nem megkerülhető annak vizsgálata, hogy a 2017-es európai hozamemelkedés vajon minek a következménye és ennek függvényében revízióra szorul-e az EKB politikája. Amennyiben a

program folytatása ellenére az eredmények elmaradnak, illetve a negatív mellékhatások erősödnek, úgy gyarapodhatnak a kritikák az EKB politikájával szemben. Az EKB mögött álló tagországi egység megbomlása pedig a közös monetáris politika mögött álló bizalomnak, így az EKB hitelességének gyengülését okozná. Ez önmagában is veszélyezteti a monetáris politika hatékonyságát, de az euróövezetben könnyen divergens folyamatokhoz, a pénzügyi stabilitás romlásához, súlyos esetben euróválsághoz vezethet. Ezért fontos a program eredményességének és kockázatainak folyamatos monitoringja az euróövezetben, az ezzel kapcsolatos kutatások folytatása.

7. Új és újszerű tudományos eredmények

1. A 2007-2008-as pénzügyi válság során, majd a piacok normalizálódását követően most már egy évtizede, egészen napjainkig a hagyományos jegybanki eszközök helyett a nemkonvencionális eszközök uralják a monetáris politikai gyakorlatát. Ezek használatát a szakirodalom elsősorban a ZLB környezethez, másodsorban a monetáris transzmisszió helyreállításához, a pénzügyi válsághelyzet elhárításához köti. A disszertáció részletesen elemezte a jegybankok által a végső hitelnyújtói szerepkörükhöz kapcsolódóan, majd a válságot követően alkalmazott eszközöket. Ennek alapján nem a szokásos típus és felsorolás formában, hanem **újszerű megközelítésben, a konvencionális gyakorlattól való különbözőségük, alapvető jellegük szerint definiálta a nemkonvencionális eszközöket.** Összegezve, a konvencionális gyakorlatba nem illeszkedő jegybanki lépéseket nevezhetjük általánosan nemkonvencionálisnak. Ide sorolható, amikor a jegybank:

- a hagyományos eszközökön rendkívüli változtatásokat hajt végre és/vagy rendkívüli mértékben használja azokat;
- nem operatíván használt eszközöket operatív módon alkalmaz;
- a konvencionális szereplőkön és piacokon túlmenően fejti ki tevékenységét;
- korábban nem használt, a konvencionális logikától eltérően ható eszközöket vet be;
- nem hagyományos operatív vagy közbülső célokat jelöl meg;
- lényegileg változtat a jegybanki kommunikáción.

2. A nemkonvencionális eszközöknek a monetáris politikára gyakorolt hatását nem lehet átmenetinek tekinteni. A disszertáció összegyűjtötte azokat a változásokat, amelyek vélhetően tartósan meghatározzák majd a monetáris politikát. A válságkezelés tapasztalatainak és a monetáris politikára gyakorolt következményeinek elemzése alapján, új eredményként, **két tartós hatást azonosított**. Egyrészt, a piacok összekapcsolódása és pénzügyi szereplők kölcsönös egymásrautaltsága miatt a **jegybank LoLR szerepe nem szűkíthető már szigorúan a bankrendszerre. Ez a jegybanki ügyfélkör kibővítésével jár**, amelynek révén a jegybanki eszközök széles köréhez kap hozzáférést a bankokon kívül, számos más pénzügyi szereplő is. Másrészt, a tradicionális rövid távú jegybanki likviditásnyújtó eszközök helyett a súly a tartósabb forrásbiztosításra helyeződött át. Mivel ennek van jelentősége a válsághelyzetek elkerülésében és kezelésében, **a hosszabb távú likviditásnyújtó eszközök tartósan az eszköztár részét képezhetik a jövőben is.**

3. A ZLB környezetben használt **QE eszközöket illetően a disszertáció új megállapítása szerint ezek várhatóan a jövőben is szerepet kapnak jegybanki gyakorlatban.** Ezek a jegybanki mérlegeket hosszú távra megváltoztatták, leépítésük a mérlegekből rövid távon nem lehetséges. A mérlegben való jelenlétük a konvencionális kamatpolitika alkalmazását azonban nem gátolja. Valószínűsíthető továbbá, hogy az alacsony kamatkörnyezet tartósan fennmarad. Ezért **normál időkben a jegybanki mérlegek lassú apadása és a hagyományos kamatpolitika alkalmazása valószínűsíthető, míg a monetáris lazítást igénylő periódusok során ismét a most alkalmazott QE eszközök kerülhetnek bevetésre.**

4. A disszertáció értékelte a monetáris politikai célok változtatására vonatkozó javaslatokat. Azok előnyeinek és hátrányainak vizsgálata alapján új következtetéseket vont le. **A célokban nem várható változás, ellenkezőleg a rugalmas inflációs célkövetés rendszerének a megerősítése történt. A célértéket tekintve**, bár erős érvek támasztják alá a jelenlegi 2 százalékról felfele történő elmozdulást, de az inflációs várakozásokra gyakorolt hatás kockázata és a változtatás nemzetközi vonatkozásai miatt **inkább az várható, hogy az erről való vita elül, a kezdeményezés elhal. Ebben változást az hozhatna, ha a növekedés tartós lelassulásáról folytatott vita eredményeképpen, a célérték változtatás,** mint a monetáris politika egy lehetséges válasza, **újraértékelésre kerülne.**

5. A válság egyik fontos következménye a pénzügyi stabilitás kérdések előtérbe kerülése, ami a pénzügyi szektor szabályozásának és általában a felügyeleti intézményrendszernek az átfogó reformjához vezetett. A disszertáció foglalkozott azzal a kérdéssel, hogy a pénzügyi stabilitási célok milyen módon implementálhatók a monetáris politikába. Elemezte azt, hogy az LATW-val szemben miért a korábbi konszenzus módosítása valósult meg, amelynek során a monetáris politika mandátuma változatlan marad, míg a pénzügyi stabilitás megerősödött és a reform révén a rendszerkockázatok kezelésének mandátuma az elkülönült makroprudenciális hatósághoz került. A disszertáció azt az új következtetést vonta le, hogy mindezek ellenére **több olyan tényező is van – a makroprudenciális és monetáris célok összehangolásának kérdése, a makroprudenciális politika és eszközrendszer hatékonysága, valamint az LATW elméleti fejlődése –, amelyek jövőbeli alakulása**

még befolyással lehet a pénzügyi stabilitás és a monetáris politika viszonyára.

6. Részletesen tárgyalta a disszertáció az EKB elmúlt évekbeli gyakorlatát. Számos vélemény, kritika fogalmazódott meg az EKB programjáról. A disszertáció azon túl, hogy ezeket részletesen értékeli, újszerű vizsgálatában arra keres választ, hogy az európai késedelem milyen hatásokkal járt. Elemezte, hogy a többi vezető jegybankhoz képest miért csak évekkel később került sor az EKB QE programjának a megvalósítására. Az okok meghatározásán túl **a hangsúly azon volt, hogy feltárja ennek a fáziskésésnek a következményeit.** Elfogadva a konszenzust, miszerint a program eddig eredményes volt, megvizsgálta a kritikákat és azok megalapozottságát is. Egyrészt, azt a fontos következtetést vonta le, hogy **a késedelem miatt az EKB programját úgy kellett összeállítani, illetve kalibrálni, hogy a késedelem ellenére is kellően hatásos legyen, de ez a nem kívánt mellékhatások miatt a kockázatokat is növelte.** Mindemellett, a sikerességet számos tényező hátráltatja, az utóbbi időben az eredményesség is romlik. Másrészt, a kockázatokat elemezve, a disszertáció amellet érvel, hogy **több tekintetben az eurózóna piaci töredezettsége nem javult, a program lehetőségei e területen korlátozottak, az eredmények elmaradása könnyen a monetáris politika mögötti egység megbomlásához vezethet, ami kiemelt veszély.**

8. Összefoglalás

A 2007-2008-as pénzügyi válságot követően a monetáris politika gyakorlata jelentős változáson ment át. A válság kitörése a jegybankok végső hitelezői szerepét tette próbára, a makrogazdasági következmények pedig az alapvető jegybanki célok elérését veszélyeztették. Ennek elhárítására a jegybankok az elmúlt években nemkonvencionális eszközöket alkalmaztak, amelyek eredményességének, kockázatainak a vizsgálata az akadémiai és jegybanki elemzések fókuszába került. Ugyancsak felmerült a monetáris politika céljainak lehetséges változtatásának kérdése, valamint a pénzügyi stabilitás biztosításának megerősítése. A disszertáció három területen vizsgálja a monetáris politikát ért kihívásokat és arra adott válaszokat, illetve fogalmazza meg következtetéseit.

Egyrészt, áttekinti a monetáris politika célrendszere átalakítására felmerült alternatív javaslatokat. Következtetése szerint a rugalmas inflációs célkövető rezsim leváltása nem várható, szerepe felértékelődött a nemkonvencionális eszközök használata idején. Az inflációs célkövetés rugalmasságának növelése, az optimális szabály finomhangolásával, a növekedési kockázatok figyelembevételével lehetséges. Az inflációs célérték változtatásának lehetőségét nem veti el, de a deflációs veszély elmúltával a jelenlegi 2 százalékról való elmozdulás valószínűsége várhatóan csökken majd. A célok tárgyalása kapcsán értékelte annak lehetőségét, hogy a pénzügyi stabilitási célok hogyan egyeztethetők össze a monetáris politikai célokkal. A konklúzió az, hogy – összhangban a megvalósult reformmal – nem várható a pénzügyi stabilitási szempontok közvetlen beépítése a monetáris politikai döntéshozásba. A kérdés végleges

lezárásához meg kell még várni, amíg kellő tapasztalatok gyűlnek arról, hogy a makroprudenciális politika milyen eredményekkel jár és hogyan hangolható össze a monetáris politikával.

Másrészt, a disszertáció vizsgálja az elmúlt években használt nemkonvencionális jegybanki eszközöket. Működésük, előnyeik és kockázatuk értékelése mellett, használatuk jellege mentén definiálja azokat, továbbá bemutatja milyen tartós hatással jártak a jegybanki gyakorlatra és eszközrendszerre. Megállapítása szerint a jegybanki ügyfélkör tágulása és a jegybanki likviditásnyújtó eszközök futamidejének hosszabbodása tartós változás maradhat. A disszertáció továbbá amellest érvel, hogy a mennyiségi lazítás a jövőben is monetáris politikai lazítás eszköze lesz. Eddig ugyanis eredményesnek bizonyult, a használata miatt bekövetkezett átalakulás jegybanki mérlegekben tartós lesz, de ez nem teszi lehetetlenné a hagyományos kamatpolitika alkalmazását normál időszakban, továbbá az alacsony kamatkörnyezet tartósan fennmaradhat. Az előretekinő iránymutatás vonatkozásában pedig azt a következtetést vonja le, hogy az transzparenssebbé és hatékonyabbá tette a jegybanki kommunikációt, így a jövőben is működhet.

A disszertáció részletesen foglalkozik az eurózóna monetáris politikájával. Az EKB kiterjesztett eszközvásárlási programjára évekkel később, más körülmények mellett került sor, mint a többi vezető jegybank hasonló programjaira a 2008-as pénzügyi válságot követően. A tanulmány feltárja ennek a fáziskésésnek az okait és a késedelem következményeit. Az elméletileg várt hatások, az elmúlt évek tapasztalatai és az euróövezeti sajátosságok fényében elemzi az európai mennyiségi lazítás sikerességét befolyásoló tényezőket. Sorra veszi a jegybanki lépések nem kívánt mellékhatásait, értékeli a programmal szemben ez alapján

megfogalmazható kritikákat. A disszertáció következtetése szerint a késlekedés miatt több olyan tényezővel számolni kell, amely az eredményességre negatívan hat. Ezek miatt is kellett a jegybanki lépéseket úgy méretezni, hogy azok kellően hatásosak legyenek. Ez azonban egyúttal a kockázatokat is növeli és vannak hosszabb távon érvényesülő negatív hatásai.

9. Summary

Following the financial crisis of 2007-2008, monetary policy has changed significantly. The outbreak of the crisis challenged the lender of last resort role of central banks, while the macroeconomic consequences endangered the final objectives. In order to overcome these, central banks used non-conventional tools in recent years. The effectiveness and risks of these tools have been in the focus of academic and central bank analyses. The issues of possible changes to monetary policy objectives and strengthening financial stability have arisen too. The dissertation examines challenges to monetary policy and answers to there, and draws conclusions in three areas.

First, it reviews the alternative proposals for a reformulation the monetary policy objectives. It concludes that no change in monetary policy regime is expected, the role of flexible inflation targeting was reinforced during the use of non-conventional assets. The flexibility of the regime may be enhanced by fine-tuning the optimal rule and taking into account the growth risks. This does not exclude the possibility of raising the inflation target, but the likelihood for moving away from the current 2 percent target will probably lessen as the risk of deflation dissipates. In discussing the objectives, the dissertation assessed the possibility of the integration of financial stability and monetary policy objectives. The conclusion is that, in line with the reform that was implemented, it is not expected that financial stability considerations will be directly incorporated into monetary policy decision-making. Before closing this question, more experience is needed concerning the success of macroprudential policy and its proper cooperation with monetary policy.

Second, the dissertation examines the non-conventional central bank tools applied in recent years. It concludes that they have a lasting impact on central bank practice and toolset. It assesses their advantages and risks, and gives a definition based on the nature of their use. The dissertation determines the lasting impact of non-conventional measures on central bank practice and toolset too. This concludes that the expansion of eligible counterparties of the central banks and the extension of the maturity of liquidity facilities may be persistent changes. Furthermore, the dissertation argues that quantitative easing will be a means of monetary policy loosening in the future. So far it has proved successful, quantitative easing determined central bank balance sheets for the long term, but do not rule out efficient use of traditional tools in normal times, and especially as a low interest rate environment is likely to persist. Concerning forward guidance, the dissertation concludes that it made the central bank communication more transparent and efficient so that central banks can continue to use it in the future.

The European Central Bank launched its extended asset purchase program several years later and under other circumstances than the similar programs of other leading central banks after the 2008 financial crisis. The dissertation examines the reasons behind this delay and its consequences. It analyses the factors influencing the success of European quantitative easing in the light of theoretically expected impacts, the experience in recent years and the characteristics of the euro area. The dissertation takes into consideration the unwanted side effects of measures taken by European Central Bank, evaluates the criticisms that can be formulated against its program. It concludes that there are several factors that have a negative impact on effectiveness due to delay. Because of these, the measures had to be calibrated to such size that they were sufficiently effective. This, however, also increases the risks and has negative effects over the longer term.

10. Köszönetnyilvánítás

Elsőként köszönetet mondok témavezetőmnek, Dr. Oroszi Sándornak, segítőkész támogatásáért, javaslataiért, amivel hozzásegített dolgozatom sikeres elkészítéséhez, valamint türelméért, amit felém ez alatt a hosszú időszak alatt tanúsított. Szintén köszönetemet fejezem ki a doktori iskola vezetőjének, Dr. Kerekes Sándornak, továbbá a doktori iskola munkatársainak, akik hozzásegítettek munkám sikeres elvégzéséhez. Köszönöm mentoromnak, dr. Veress Józsefnek a kitartó támogatását, amivel a fokozat megszerzésére sarkalt.

Köszönetet mondok továbbá a BME Pénzügyek Tanszék munkatársainak, akik ösztönöztek a fokozatszerzésre, segítettek kutatásomban társszerzőként, kérdéseim megválaszolásában, vagy javaslataikkal publikációim jobbá tételében.

Végezetül, de nem utolsó sorban köszönöm családomnak sokévnnyi türelmüket és támogatásukat.

Irodalomjegyzék

1. Akinci, O. and Olmstead-Rumsey, J. 2015. „How Effective are Macroprudential Policies? An Empirical Investigation” Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers No. 1136, May 2015
2. Andrade, P., Breckenfelder, J., De Fiore, F., Karadi, P., Tristani, O., 2016. „The ECB's asset purchase programme: an early assessment” ECB Working Paper Series no. 1956, September 2016
3. Angelini, P., Clerc, L., Cúrdia V., Gambacorta, L., Gerali, A., Locarno, A., Motto, R., Roeger, W., Van den Heuvel, S., Vlček, J. 2011. „BASEL III: Long-Term Impact on Economic Performance and Fluctuations” Fed Staff Report no. 485, February 2011
4. Ball, L., Gagnon, J., Honohan, P. and Krogstrup, S., 2016. „What Else Can Central Banks Do?” Geneva Reports on the World Economy 18, CEPR, September 2, 2016
http://cepr.org/sites/default/files/geneva_reports/GenevaP285.pdf,
letöltés ideje: 2016.12.06.
5. Bayoumi, T., Dell’Ariccia, G., Habermeier, K., Mancini-Griffoli, T., Valencia, F., and an IMF Staff Team 2014. „Monetary Policy in the New Normal” IMF Staff Discussion Note, April 2014
6. Bank of Canada 2011. „Renewal of the Inflation-Control Target - Background Information” November 2011
<http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2011/11/background-nov11.pdf>, letöltés ideje: 2017. 08.02.
7. Bean, C. 2013. „Global aspects of unconventional monetary policies” presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City

- Economic Policy Symposium, Jackson Hole, Wyoming 24 August 2013,
<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2013/speech674.pdf>, letöltve:2016.07.11.
8. Bernanke, B.S., – Reinhart, V.R., 2004.: Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates., American Economic Review, 94(2), p.: 85-90., May 2004
 9. Bernanke, B. S., Reinhart, V.R., Sack, B. P., 2004. „Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound an Empirical Assessment” Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series 2004-48, 2004
 10. Bernanke, B.S. 2005. „The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit” Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, 10 Maech, 2005,
<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm>, letöltve: 2017.07.17.
 11. Bernanke, B. S., 2012. „The Aftermath of the Crisis, The Federal Reserve and the Financial Crisis” Lecture 4, George Washington University School of Business March 29, 2012,
<https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/chairman-bernanke-lecture4-20120329.pdf>, letöltés ideje: 2017.05.22.
 12. Bernanke, B. S., 2014. „A Conversation: The Fed Yesterday, Today And Tomorrow, A Discussion With Federal Reserve Chairman Ben Bernanke” On The Fed’s 100th Anniversary, in The Brookings Institution: Central Banking After The Great Recession: Lessons Learned And Challenges Ahead, Washington DC, Jan. 16, 2014,
<https://www.brookings.edu/wp->

content/uploads/2014/01/20140116_bernanke_remarks_transcript.pdf, letöltés ideje: 2017.05.23.

13. Beirne, J., Dalitz, L., Ejsing, J., Grothe, M., Manganelli, S., Monar, F., Sahel, B., Sušec, M., Tapking, J. and Vong, T. 2011. „The impact of the eurosystem’s Covered Bond Purchase Programme on the primary and secondary Markets” ECB Occasional Paper series no. 122, January 2011
14. Blanchard, O., Dell’Ariccia, G., Mauro, P. 2010. „Rethinking Macroeconomic Policy” IMF Staff position Note SPN 10/03, February 12, 2010
15. Blanchard, O. and Leigh, D., 2013: Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers, IMF Working Paper no. 13/1, January, 2013
16. Blanchard, O., Cerutti, E., Summers, L. 2015 „Inflation And Activity – Two Explorations And Their Monetary Policy Implications” Nber Working Paper Series No. 21726, November 2015
17. Billi, R. – Kahn, G. 2008. „What Is the Optimal Inflation Rate?” Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review 2008 2nd Quarter, 5–28. p.
18. Blot, C., Creel, J., Hubert, P., Labondance, F. and Saraceno, F. 2015. „Assessing the Link between Price and Financial Stability” in Journal of Financial Stability Vol 16., February 2015, 71-88.p.
19. Borio, C., Juselius, M., Disyatat, P. and Drehmann, M. (2016). „Monetary policy, the financial cycle and ultralow interest rates” BIS Working Papers No 569, July 2016
20. Borio, C. and Zabai, A., 2016. „Unconventional monetary policies: a re-appraisal” BIS Working Papers No. 570., July 2016

21. Borio, C. 2017. „Secular stagnation or financial cycle drag?”
Keynote speech by Claudio Borio Head of the BIS Monetary and
Economic Department in National Association for Business
Economics, 33rd Economic Policy Conference 5–7 March 2017,
Washington DC
<http://www.bis.org/speeches/sp170307.pdf>, letöltve: 2017.07.07.
22. Charbonneau, K. and Rennison, L. 2015. „Forward Guidance at the
Effective Lower Bound: International Experience” Bank of Canada
Staff Discussion Paper 2015-15, November 2015
<http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2015/11/dp2015-15.pdf>, letöltés ideje: 2017.08.10.
23. Cecchetti, S.G., McCauley, R.N., McGuire, P.M. 2012.
„Interpreting TARGET2 balances” BIS Working Papers no. 393,
December 2012
24. Centre for Macroeconomics (CFM) 2016a. „The future role of
(un)conventional unconventional monetary policy” Survey
<http://cfmsurvey.org/surveys/future-role-unconventional-unconventional-monetary-policy>, letöltés ideje: 2016.06.03
25. Centre for Macroeconomics (CFM) 2016b. „Survey on German
Council of Economic Experts' view of ECB policy”
<http://cfmsurvey.org/surveys/german-council-economic-experts-view-ecb-policy>, publikálva: den Haan, W., Ellison, M., Ilzetzi, E., McMahon, M., Reis R. 2016. „German Council of Economic Experts’ view of ECB policy: Results of the CFM–CEPR Survey”
Voxeu.org, 2016. November 9.,
<http://voxeu.org/article/german-council-economic-experts-view-ecb-policy-results-cfm-cepr-survey>, letöltés ideje: 2016.11.14.

26. Cerutti, E., Claessens, S. and Laeven, L. 2015. „The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence” IMF Working Paper March 1, 2015
27. Christensen, J.H.E. and Krogstrup, S., 2016. „A Portfolio Model of Quantitative Easing” Peterson Institute for International Economics Working Paper Series 16-7, April 2016
28. Claey's, G. and Leandro, Á., 2016. „The European Central Bank's Quantitative Easing Programme: Limits And Risks” Bruegel Policy Contribution Issue 2016/04, February, 2016
http://bruegel.org/wp-content/uploads/2016/02/pc_2016_04.pdf,
letöltés ideje: 2017.03.29.
29. Cour-Thimann, P. and Winkler B. 2013. „The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure” ECB Working Paper Series no. 1528, April 2013
30. Csermely, Á. és Tóth, M. B. 2013. „Nominális GDP célkövetés: miről beszélgetnek a jegybankárok?” MNB Szemle, May 2013, 7-11. p.
31. Csontos, O., Lehmann, K., Szalai, Z. 2014. „Az előretékinő iránymutatás elméleti megfontolásai és gyakorlati tapasztalatai” MNB Szemle 2014. július, 45-55. p.
32. Csontos, O. és Szalai, Z. 2015. „Az alacsony inflációs környezet és a visszafogott beruházási aktivitás lehetséges magyarázatai” Hitelintézeti Szemle, 14. évf. 4. szám, 2015. december, 29–56. p.
33. Demertzis, M. and Wolff, G. B. 2016. „What impact does the ECB's quantitative easing policy have on bank profitability?” Bruegel Policy Contribution Issue 2016/20, November 30th, 2016

- <http://bruegel.org/wp-content/uploads/2016/11/pc-20-16-4.pdf>,
letöltés ideje: 2016.12.13.
34. Deutsche Bundesbank 2016. „The macroeconomic impact of quantitative easing in the euro area” Deutsche Bundesbank Monthly Report, June 2016, 29-53. p.
35. Draghi, M. 2012. „Verbatim of the remarks made by Mario Draghi” Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London, 26 July 2012, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>, letöltés ideje: 2017.05.11.
36. Draghi, M. 2015. „ECB Press Realease on ECB Introductory statement to the press conference (with Q&A)” Mario Draghi, President of the ECB, Frankfurt am Main, 22. January, 2015 <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150122.en.html>, letöltés ideje: 2017.05.22.
37. EKB 2008. „Covered bonds in the EU financial system” ECB, December 2008
38. EKB 2011. „The ECB’s non-standard measures – Impact and phasing- out” ECB Monthly Bulletine, July 2011, 55-69. p.
39. EKB 2015. „Publication of TARGET balances, ” ECB Economic Bulletine, Issue 6/2015, 17 September 2015, Box 4, 42-44. p.
40. EKB 2016a. „The ECB’s monetary policy and bank profitability” ECB Financial Stability Review, November 2016, Box 4, 69-73. p.
41. EKB 2016b. „TARGET balances and the asset purchase programme” Economic Bulletin, Issue 7/2016, November 2016, 20-23. p.

42. EKB 2017a. „Analysing euro area net portfolio investment outflows” ECB Economic Bulletin, Issue 2/2017 February 2017, 41-45. p.
43. EKB, 2017b. „Impact of the ECB’s non-standard measures on financing conditions: taking stock of recent evidence” ECB Economic Bulletin, Issue 2/2017 February 2017, 46-51. p.
44. Filardo, A. and Hofmann, B. 2014. „Forward guidance at the zero lower bound. BIS Quarterly Review, March 2014, 37-53. p.
45. Gagnon, J. 2016. „Quantitative Easing: An Underappreciated Success” Peterson Institute for International Economics Policy Brief 16-4, April 2016
46. Galí, J. 2014. „Monetary Policy and Rational Asset Price Bubbles” American Economic Review 2014, 104(3), 721–752. p.
47. Gerlach, S. 2013. „Is inflation targeting passé?” in Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis, CEPR e-book (edited by Reichlin, L. –Baldwin, R.), 2013, pp. 37-43. <http://voxeu.org/sites/default/files/file/P248%20inflation%20targeting%207%20may.pdf>, letöltve: 2016.03.22
48. Gelain, P., Lansing, K. J. and Natvik, G. J. 2015. „Leaning against the credit cycle” Norges Bank Working Paper No. 4/2015, February 25., 2015
49. Goodfriend, M. – King, R. G. 1997. „The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy” in NBER Macroeconomics Annual 1997, Volume 12 (edited by Bernanke, B.S. and Rotemberg, J. J.), January 1997, 231-296. p.
50. Goodfriend, M. 2004. „Inflation Targeting in the United States?” in The Inflation-Targeting Debate edited by Bernanke, B.S. and Woodford, M., Conference held January 23-26, 2003, Published in

- December 2004 by University of Chicago Press in NBER Book Series Studies in Business Cycles, 311-352. p.
51. Haldane, A. G., Roberts-Sklar, M., Wieladek, T., Young, C., 2016. „QE: the story so far” BoE Staff Working Paper No.624., October 2016
 52. Haldane, A. G., 2017. „Productivity puzzles” Speech given by Andrew G Haldane, Chief Economist, Bank of England London School of Economics 20 March, 2017 <http://www.bis.org/review/r170322b.pdf>, letöltés: 2017.07.07.
 53. HM Treasury 2013. „Review of the monetary policy framework”, Presented to Parliament by the Chancellor of the Exchequer, March, 2013
https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/221567/ukecon_mon_policy_framework.pdf,
letöltés ideje: 2016. 09.27.
 54. Hofmann, B – Bogdanova, B. 2012. „Taylor rules and monetary policy: a global “GreatDeviation”?”, BIS Quarterly Review, September 2012, 37-48. p.
 55. IMF 2013. „Unconventional Monetary Policy: Recent Experiences and Prospects” IMF Policy Paper, Washington, April 2013
 56. IMF 2015. „Monetary policy and Financial Stability” IMF Staff Report August 28, 2015
 57. IMF-FSB-BIS 2016 „Elements of Effective Macroprudential Policies, Lessons from International Experience” 31. August, 2016
 58. Issing, O. 2009a. „In Search of Monetary Stability: The Evolution of Monetary Policy” BIS Working Papers No 273., March 2009
 59. Issing, O. 2009b. „Asset Prices and Monetary Policy” Cato Journal Vol. 29, No. 1 (Winter 2009), 45-51. p.

60. Issing, O. 2012. Central Banks – Paradise Lost, CFS Working Paper No. 2012/06, June 1, 2012
61. Issing, O. 2014. „Forward Guidance: A New Challenge for Central Banks” Contribution to the Athens Symposium Banking Union, Monetary Policy and Economic Growth Athens, 19 June 2014 SAFE White Paper Series with number 16.
62. Krekó, J., Balogh, Cs., Lehmann, K., Mátrai, R., Pulai, Gy., Vonnák, B. 2012. „Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei” MNB tanulmányok no.100., 2012
63. Krugman, P. 2014. „Inflation Targets Reconsidered” ECB Forum on Central Banking, Sintra, 25-27 May 2014, 110-122. p
64. Kuttner, K.N. – Posen, A.S. 2011. "How Flexible Can Inflation Targeting Be and Still Work?", Peterson Institute for International Economics Working Paper Series No. 11-15, September 2011
65. Labonte, M. 2008. „Financial Turmoil: Federal Reserve Policy Responses” Congressional Research Service report to Congress, December 4, 2008
66. de Larosièrè Group 2009. „Report”, Brussels, 25 February 2009, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf, letöltve: 2013.02.02.
67. Lehmann, K., Szalai, Z., H.Várad, B. 2017. „Új szelek a gazdaságpolitikában”, MNB szakmai cikkek, <https://www.mnb.hu/letoltes/lehmann-kristof-szalai-zoltan-h-varadi-balazs-mnbhonlapra.pdf>, letöltés ideje: 2017.08.10.
68. Lim, C., F., Columba, A., Costa, P., Kongsamut, A., Otani, M., Saiyid, T., Wezel, and X. Wu 2011. „Macroprudential Policy: What

- Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences.” IMF Working Paper No. 11/238.
69. Mishkin, F. 2011. „Monetary Policy Strategy: Lessons From The Crisis”, Nber Working Paper Series No. 16755, February 2011
 70. Nelson, B., Pinter, G. and Theodoridis, K. 2015. „Do contractionary monetary policy shocks expand shadow banking?” Bank of England Working Paper No. 521 January 2015
 71. Neely, C. J. 2014. „Lessons from the Taper Tantrum” Economic Synopses 2014 No.2., Federal Reserve Bank of St. Louis, January 27, 2014
 72. Olsen, Ø. 2015. „Integrating Financial Stability and Monetary Policy Analysis” Speech by Governor (of Norges Bank) Olsen, Ø., Systemic Risk centre, Londol School of Economics, 27 April 2015, <http://www.bis.org/review/r150429a.pdf>, letöltve: 2017.06.27
 73. Praet, P. 2012. „Managing financial crises: the role of the ECB” Speech by Peter Praet, Member of the Executive Board of the ECB at the 40th Economics Conference of the Oesterreichische Nationalbank, Vienna, 10. May 2012
<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120510.en.html>, letöltés ideje: 2013.05.24
 74. Praet, P. 2015. „Lifting potential growth in the euro area” Speech by Peter Praet, Member of the Executive Board of the ECB, at the Welt-Währungskonferenz, Berlin, 23 April 2015,
<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150423.en.html>, letöltés ideje: 2017.05.22.
 75. Pisani-Ferry, J. and Wolff, G., 2012: „Propping up Europe?” Bruegel Policy Contribution 2012|07, April 2012, http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/pc_2

012_02.pdf, az adatbázis helye:

<http://bruegel.org/publications/datasets/eurosystem-liquidity/>,

letöltés ideje: 2017.04.22

76. Reifschneider, D. L. and Williams, J. C. 2000. "Three Lessons for Monetary Policy in a Low-Inflation Era." *Journal of Money, Credit, and Banking* 32, no. 4, part 2 (November): 936–66.
77. Reichlin, L. – Baldwin, R. 2013. „Introduction” in *Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis*, CEPR e-book (edited by Reichlin, L. –Baldwin, R.), 2013, pp. 10-30.
<http://voxeu.org/sites/default/files/file/P248%20inflation%20targeting%207%20may.pdf>, letöltve: 2016.03.22
78. Reza, A., Santor E. and Suchanek, L., 2015. „Quantitative Easing as a Policy Tool Under the Effective Lower Bound” *Bank of Canada staff discussion papers 2015-14.*, November 2015.
79. Stark, J. 2010. „In search of a robust monetary policy framework” Keynote speech by Jürgen Stark, Member of the Executive Board, at the 6th ECB Central Banking Conference “Approaches to monetary policy revisited – lessons from the crisis”, Frankfurt am Main, ECB Speeches, 19 November 2010,
<http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp101119.en.html>, letöltve: 2013.01.03
80. Smets, F. 2014. „Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?” *International Journal of Central Banking*, June 2014, Vol. 10 No.2
81. Smaghi, B. L. 2009. „Conventional and unconventional monetary policy” Keynote lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva, 28 April 2009.

<http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090428.en.html>, letöltve: 2013.02.28.

82. Smaghi, L. B. 2011. „Macro-prudential supervision and monetary policy linkages and demarcation lines” Speech in Annual Economic Conference on The Future of European Integration: Some Economic Perspectives, Vienna, 23 May 2011
https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp110523_1.en.html, letöltve: 2017.06.27
83. Svensson, L.E.O. 1999. „Price-Level Targeting versus Inflation Targeting: A Free Lunch?” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 31, No. 3, Part 1, August 1999, 277-295. p.
84. Svensson, L. E. O. 2014. „Inflation Targeting and Leaning against the Wind” *International Journal of Central Banking* Vol. 10 No. 2, June 2014, 103-114. p.
85. Svensson, L. E. O. 2016. „Cost-Benefit Analysis of Leaning Against the Wind: Are Costs Larger Also with Less Effective Macroprudential Policy?” *IMF Working Paper* 16/3, January 2016.
86. Tarafás, I. 2016. „Kinyílnak-e az őszirózsák? Kitekintés a válság utáni monetáris politikára” *Közgazdasági Szemle*, LXIII. évf., 2016. május, 548–563 p.
87. Thornton D. L., 2015. „Requiem for QE”, *Cato Institute, Policy Analysis* No. 783. November 17, 2015.
88. Trichet, J-C. 2009. „The financial crisis and the response of the ECB” Speech by Jean-Claude Trichet, President of the ECB at the Ceremony conferring the honorary title of Doctor Honoris Causa at the University of National and World Economy, Bulgaria in Sofia on 12 June 2009,

- <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090612.en.html>, letöltve: 2013.05.24.
89. Veld, J. 2013. „Fiscal consolidations and spillovers in the euro area periphery and core” European Economy Economic Papers no. 506, October, 2013
90. Weidmann, J. 2017. „Interview in the German weekly newspaper Die Zeit with Jens Weidmann, 06.04.2017
https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Interviews/2017_04_06_weidmann_zeit.html, letöltés ideje: 2017.05.11.
91. Williams, J. C. 2009. „Heeding Daedalus: Optimal Inflation and the Zero Lower Bound” Brookings Papers on Economic Activity 2009 No. 2, Fall 2009
92. Williams, J., 2014. „Monetary Policy At The Zero Lower Bound Putting Theory Into Practice” in The Brookings Institution: „Central Banking After The Great Recession: Lessons Learned And Challenges Ahead”, Washington DC, Jan. 16, 2014,
<https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/16-monetary-policy-zero-lower-bound-williams.pdf>), letöltés ideje: 2016.11.25.
93. Woodford, M. 2009. „Convergence in Macroeconomics: Elements of the New Synthesis” in: American Economic Journal Macroeconomics: Vol. 1 No. 1 January 2009, 267-279. p.
94. Woodford, M. 2012a. „Inflation Targeting and Financial Stability” NBER Working Paper 17967., April 2012
95. Woodford, M. 2012b. „Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound” Presented at the 2012 Jackson Hole Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming

<http://www.columbia.edu/~mw2230/JHole2012final.pdf>, letöltés ideje: 2016.09.07.

96. Woodford, M. 2013a. „Monetary Policy Targets after the Crisis” paper presented at the Rethinking Macro Policy II: First steps and early lessons Conference hosted by IMF, Washington, DC April 16-17, 2013
<http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2013/macro2/pdf/mw2.pdf>, letöltve:2015.03.16
97. Woodford M. 2013b. „Inflation Targeting: Fix it, don’ srup it Dead? Central Banking After the Crisis, CEPR e-book (edited by Reichlin, L. –Baldwin, R.), 2013, pp. 74-89.
<http://voxeu.org/sites/default/files/file/P248%20inflation%20targeting%207%20may.pdf>, letöltve: 2016.03.22
98. Wynne, A. 2013. „A Short History of FOMC Communication” Economic Letter, Vol. 8, No. 8, September 2013, Federal Reserve Bank Of Dallas
99. Yellen, J. 2014. „Monetary Policy and Financial Stability” speech at the 2014 Michael Camdessus Central Banking Lecture, IMF July 2, 2014,
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20140702a.htm>, letöltve: 2017.06.21.

1. sz. Függelék

A vezető jegybankok fontosabb intézkedései és programjai a 2007-2008-as válság során és azt követően

A) Fed

Bejelentés időpontja	Intézkedés	Rövid leírás
2007.08.17.	Rendelkezésre állás kiterjesztése DWL módosítása	Az elsődleges rendelkezésre állás hitelkamatának csökkentése 50 bázisponttal (bp) és a maximális futamidejének növelése 30 napra (2008 márciusában tovább növelték 90 napra)
2007.09.18.	Kamatcsökkentés megkezdése	Az első kamatcsökkentés, FFTR 50 bp-al
2007.12.12	Rendelkezésre állás kiterjesztése TAF létrehozása	A rendelkezésre állás új eszközének, a TAF-nak a létrehozása. Kezdetben 28 napos, majd 2008. július 30-tól 84 napos hitelek a bankok részére, aukciós formában, büntetőkamat nélkül, megfelelő (széles körű) fedezet mellett. A TAF-ot több alkalommal kiterjesztette a Fed (összegét, illetve az elfogadott fedezetek körét illetően). 2010. március 8-a volt az utolsó aukció időpontja. Legnagyobb kihelyezett összegét 2009 márciusában érte el, 493 mrd USD értékben (potenciálisan max. 900 mrd USD is lehetséges lett volna).

2007.12.12	Vészhelyzeti likviditásnyújtó eszköz CBSL létrehozása	Az első swap ügyletek más jegybankokkal. A válság során és azt követően az EKB, a BoE és a BoJ mellett a svájci, kanadai, dán, svéd és ausztrál jegybankokkal kötött ilyen megállapodásokat a Fed. Az ügyletek révén a partner jegybankok saját monetáris rendszerükben levő bankoknak tudtak dollár likviditást nyújtani. A swap kereteket több alkalommal megemelték, szükség szerint. Maximális összegét 2008 decemberében érte el 583 mrd USD értékben.
2008.03.07	Rendelkezésre állás kiterjesztése Single-Tranche Term Repurchase Agreements létrehozása	A TAF-al párhuzamosan az elsődleges forgalmazók számára 28 napos repó lehetőség biztosítása, összesen 100 mrd USD értékig. 2008. decemberéig működött.
2008.03.12	Vészhelyzeti likviditásnyújtó eszköz TSFL létrehozása	Az eszköz az elsődleges forgalmazók likviditásának javítását, ezáltal piaci aktivitásuk növelését célozta. A program keretében az elsődleges forgalmazók a kevésbé likvid papírjaikat likvid állampapírokra cserélhették, 28 napos időszakra. Eleinte csak legjobb minősítéssel bíró papírokat, később legalább befektetési minősítésű értékpapírokat fogadott el a Fed. A program non-recourse volt, azaz kizárólag a mögöttes portfólió biztosította a jegybanki likviditásnyújtás fedezetét. A 2010. februárban zárult program során annak legnagyobb állományi összegét 2008 őszén érte el, 280 mrd USD értékben.

2008.03.16	Vészhelyzeti likviditásnyújtó eszköz PDCF létrehozása	A program az elsődleges forgalmazók finanszírozását szolgálta, rendelkezésre állás formájában, értékpapír fedezet mellett nyújtott non-recourse O/N hitelekkel. Az eszköz így a repó piac működését ösztönözte. A program 2010. februárig működött, legnagyobb állományi összegét 2008 őszén érte el, 155 mrd USD-t.
2008.03.19.	Vészhelyzeti likviditásnyújtás Egyedi hitel Maiden Lane létrehozása	A Bear Sterns felvásárlásának elősegítésére a jegybank saját maga által létrehozott Maiden Lane cégnek juttatott non-recourse hitelt, ami arra szolgált, hogy a Bear Sterns eszközeinek egy részét kivásárolják. Enélkül ugyanis a csődbe ment céget felvásárló JP Morgan Chase nem vállalta volna az akvizíciót. A hitel összege 29 mrd USD volt, a hitel teljes összege visszafizetésre került, veszteség nem keletkezett.
2008.09.16	Vészhelyzeti likviditásnyújtás Egyedi hitel az AIG-nek	Egyedi hitelnyújtás az AIG számára 85 mrd USD értékben, büntető kamat mellett (Libor3M +850 bp, a későbbiekben +300 bp). Október 1-től 37,8 mrd USD értékben egyedi értékpapírcsere eszközzel nyújtott további likviditást az AIG-nek a Fed. Utóbbi hitel kiváltására 2008. novemberben a Fed két speciális célú vállalatot (Maiden Lane II és III) hozott létre az AIG portfóliójában levő jelzálogkötvények és CDO-k kivásárlására, amelyekre összesen 44 mrd USD non-recourse hitelt nyújtott. A Treasury reorganizációs programja eredményeképpen több lépcsőben csökkent, majd 2010-ben visszafizetésre kerültek az AIG egyedi és a Maiden Lane cégek hitelei is. Összességében jelentős profitot realizált a Fed az ügyleteken, de csak a Treasury intervenciója révén. Természetesen a Fed hitelnyújtása is a Treasury egyidejű elköteleződése mellett jött létre.

2008.09.19	Vészhelyzeti likviditásnyújtó eszköz AMLF létrehozása	A programban bankok, befektetési bankok és leányvállalataik számára nyújtott non-recourse hitelt a Fed eszközfedezetű kereskedelmi kötvényekre. A cél a pénzpiaci alapok értékvesztésének és az azokból történő pánikszerű pénzkivonásnak a megakadályozása volt, a portfóliójukban levő kritikus eszközök piacának élénkítésével. Az eszköz legnagyobb állományi összegét 2008 őszén érte el, 151 mrd USD-t.
2008.10.06	Kamatfizetés a tartalékokra	Alapvető módosítás történt a hagyományos eszköztáron: ettől kezdve a Fed a kötelező és a szabad tartalékokra is fizet kamatot.
2008.10.07	Vészhelyzeti likviditásnyújtó eszköz CPFF létrehozása	Ténylegesen 2010. áprilisáig működő program célja a vállalati likviditásszerzés szempontjából fontos kereskedelmi kötvénykibocsátások finanszírozása volt. A Fed által egy erre a célra létrehozott speciális pénzügyi vállalat közvetlenül vásárolt a kibocsátóktól magas minősítésű kereskedelmi kötvényeket. Az eszköz legnagyobb állományi összege 2009 elején elérte a 350 mrd USD-t.
2008.10.21.	Vészhelyzeti likviditásnyújtó eszköz MMIFF létrehozása	Az eszköz a pénzpiaci alapokból történő pénzkivonás alapkezelői likviditási igényeinek a finanszírozására jött létre, kiegészítve az AMFL programot, de az eszköz keretében nem került sor tranzakcióra.
2008.11.23.	Vészhelyzeti likviditásnyújtás Egyedi hitel és bankmentő csomag a Citigroupnak	A US Treasury és a betétbiztosítási ügynökség (FDIC) közösen 306 mrd USD értékű bankmentő csomagról állapodott meg a Citigroup-al, amelyet a Fed egyedi, mérgezett eszközök fedezete mellett nyújtható, non-recourse hitel rendelkezésre állása egészített ki. Ténylegesen nem került sor tranzakcióra, a szerződést a felek 2009 végén megszüntették.

2008.11.25.	Vészhelyzeti likviditásnyújtó eszköz, illetve hitellazítás eszköze TALF létrehozása	A ténylegesen 2009 márciusában indult program az eszközfedezetű befektetések refinanszírozásával a hitelezés ösztönzését szándékozott elérni. Az eszközt bármely befektető, akár magánszemélyek is igénybe vehették. A 2010. júniusban zárt program összesen 71 mrd USD non-recourse hitelt nyújtott.
2008.11.25. 2009.03.18.	Mennyiségi lazítás QE1	A Fed bejelentette, hogy 100 mrd USD értékben GSE kötvényeket, 500 mrd USD értékben GSE jelzálogkötvényeket vásárol. Ez első vásárlásra 2009 januárjában került sor. A kezdetben hitellazításnak induló program kiterjesztését már 2008 decemberben felvetette a Fed, végül 2009 márciusában az első mennyiségi lazítási programmá teljesedett ki. Ennek keretében 2010 márciusig bezáróan <ul style="list-style-type: none"> - 1250 mrd USD GSE jelzálogkötvény - 200 mrd USD GSE kötvény - 300 mrd USD államkötvény vásárlását jelentette be a Fed. A program során némileg csökkentésre került a vásárolt GSE kötvények mennyisége, ténylegesen több mint 200 mrd USD-el az eredetileg tervezett mérték alatt maradt a program.
2008.12.16.	Zéró kamathatár elérése	A FFTR értékét 0-0,25% sávba csökkentti a Fed, ami 2015 végéig ezen szinten maradt.
2009.12.08	Rendelkezésre állás bővítése	A Fed létrehozza az önálló betéti eszközt, a TDF-t, annak érdekében, hogy a mennyiségi lazítás következtében növekvő mérleg mellett is hatékony kamatpolitika legyen megvalósítható.

2010.02.01.	Vészhelyzeti likviditásnyújtó eszközök lezárása TAF zárása	CPFF, AMLF, PDCF, TSLF hivatalos zárása Az utolsó TAF aukció 2010.02.08-án volt.
2010.11.03.	Mennyiségi lazítás QE2	A mennyiségi lazítás újabb programjának bejelentése: 600 mrd USD hosszú lejáratú államkötvényt, 75 mrd USD/hó ütemben vásárolt a Fed, 2010. november – 2011. június között.
2011.09.21.	Operation Twist	Újabb lépésként a Fed meghosszabbította állampapír portfóliójának átlagfutamidejét (duration), további 400 mrd USD hosszú lejáratú (6-30 év közötti) államkötvény vásárlásával, s egyidejűleg ugyanannyi rövidebb hátralevő futamidejű (3 év alatti) állampapír eladásával, a bejelentéstől 2012. június végéig tartóan.
2012.06.20.	A program kiterjesztése	2012 év végéig meghosszabbította a programot a Fed, ennek során összesen további 267 mrd USD értékű állampapír cserére került sor.
2012.01.25.	Előretekinő iránymutatás Explicit célok meghatározása	Összhangban a mandátumával, a Fed hosszú távú explicit célt jelölt meg. A Fed hosszú távú inflációs célját 2%-ban adta meg, a személyes kiadások indexére (ami némileg bővebb tartalmú index a CPI-nál), vonatkozóan. A munkanélküliségi rátára – amelyet nagyrészt monetáris folyamatokon kívüli tényezők befolyásolnak – 5,2 és 6,0 százalék közötti viszonyítási értéket adott meg a munkanélküliség természetes rátájaként.

2012.09.13.	Mennyiségi lazítás QE3	A bejelentésnek megfelelően a Fed havi 40 mrd USD értékben GSE jelzálogkötvényt vásárolt. A programot nyitott határidővel hirdette meg, mindaddig, amíg a munkaerőpiac nem javul lényegesen.
2012.12.12.	A program kiterjesztése	Az Operation Twist program lejártával a Fed havi 45 mrd USD ütemben továbbra is vásárolt hosszú lejáratú államkötvényeket (de már csere nélkül), továbbra is nyitott határidővel, mindaddig, amíg a munkaerőpiac nem javul lényegesen. Később az inflációs cél elérése is megjelent a jegybanki közleményekben. Az együttes vásárlás összege tehát 85 mrd USD/hó volt.
2013.12.18.	A program kivezetésének kezdete The Taper	A Fed 2014 januárjától kezdve 5-5 mrd USD-vel csökkentette a vásárlások méretét. Ezt követően, a QE3 lezárásig, lépcsőzetesen többször is sor került csökkentésekre.
2014.10.29.	A program lezárása	A Fed bejelenti, hogy 2014. október végén lezárja a QE3 programot, de egyelőre fenntartja a jegybanki mérleget a lejáró értékpapírok újrabefektetésével. A program teljes időszaka alatt 1631 mrd USD értékben bővült a jegybank értékpapír portfóliója.

2014.09.17	Normalizáció	A Fed bejelentette a monetáris politika normalizálódásának tervét és alapelveit. Eszközeit tekintve ennek lényege, hogy a jegybank a makrogazdasági szempontok szerint fogja a kamatemelést megkezdeni. Ennek során az irányadó kamat a betéti rendelkezésre állás kamat lesz, a pénzpiaci kamatokat pedig inverz repó ügyletekkel tartja a célérték közelében. A mérleg leépítésére, az újrabefektetések fokozatos leépítésével, a kamatemelést követően kerül sor. A GSE kötvények értékesítése a normalizáció során nem vagy csak limitált mértékben várható.
2015.12.16.	Kamatemelés	A Fed első kamatemelése egy évvel a normalizáció bejelentését követően, amit azóta 2016 végén egy, illetve 2017-ben további három újabb emelés követett eddig.
2017.06.14	A mérleg leépítésének kezdete	A normalizáció újabb lépéseként bejelentette, hogy megkezdi a mérlege csökkentését az értékpapír újrabefektetések csökkentésével. Ennek megfelelően lépcsőzetesen, negyedévente növeli 10-ről 50 mrd USD / hó összegben a mérleg csökkentésének ütemét.

B) EKB

Bejelentés időpontja	Intézkedés	Leírás
2007.08.09.	Extra likviditásnyújtás	Az EKB finomhangoló eszközével 94,8 mrd EUR értékben O/N többletlikviditást pumpált az eurórendszerbe. A ritkán alkalmazott eszközt a hónap során többször is használnia kellett, növelte továbbá fő refinanszírozási eszközével (MRO) allokált likviditás mennyiségét is, valamint ezt követően 2007-ben és 2008-ban is több alkalommal, kiegészítő LTRO tendereket is tartott.
2007.12.12	Vészhelyzeti likviditásnyújtó eszköz USD LTRO alkalmazása	Az amerikai TAF-al összhangban, a Fed-el kötött swap megállapodások révén, az EKB megkezdi dollár likviditás nyújtását az eurórendszerben. Az eseti alkalmakat 2008 májusától rendszeres tenderek követték, de 2010 januártól májusig átmenetileg szünetelt.
2008.03.28	Vészhelyzeti likviditásnyújtás LTRO 6M bevezetése	Az EKB a szokásos 3 hónapos LTRO mellett, kiegészítő 6 hónapos LTRO eszköz alkalmazásáról döntött.
2008.09.29.	Vészhelyzeti likviditásnyújtó eszköz Special Term Refinancing Operation	Speciális refinanszírozási eszköz bevezetése, amely minden kötelező tartalékolási periódus elején, a periódus teljes időszakára többletlikviditást biztosít az eurórendszernek, csökkentve így a periódus végén jelentkező esetleges feszültség bekövetkezésének esélyét.
2008.10.03	Változtatás a likviditásnyújtó eszközökön: a partnerkör bővítése	Az FTO eszközt igénybe vehetők körének bővítése.

2008.10.08.	Kamatcsökkentés	Az EKB első kamatcsökkentése a válság hatására, 50 bp-al.
2008.10.08.	Rendelkezésre állás módosítása	Az O/N kamatfolyosó szűkítése 200 bp-ról 100 bp-ra.
2008.10.08	Vészhelyzeti likviditásnyújtás MRO módosítása (Full allotment at fixed rate)	Lényegi változtatást hajtott végre az EKB az irányadó eszközén. Eltérően a korábbiaktól a tenderen a jegybanki alapkamat nem alsó korlátként szerepelt, hanem fix kamatként, minden ajánlatot tevőre egységesen alkalmazandóan. A jegybank továbbá minden benyújtott igényt teljes mennyiségben elfogadott. A cél a piaci pánik csillapítása, a pénzpiaci kamat leszorítása a jegybanki célérték közelébe, a kamatpolitika hatékonyabb érvényesítése volt.
2008.10.15.	Változtatás a likviditásnyújtó eszközökön: jegybankképes értékpapírok körének bővítése	A jegybanki likviditásnyújtó eszközök fedezetéül elfogadott értékpapírok körének első bővítése A-ról BBB-ra. Ezt követően többször is sor került a fedezetek körének további kiterjesztésére.
2008.10.15	Vészhelyzeti likviditásnyújtó eszköz Swap megállapodás a svájci jegybankkal USD swap az eurórendszerben	Az EKB a Fed-hez hasonlóan swap megállapodást kötött a svájci jegybankkal a CHF likviditás biztosítására az eurórendszerben. Az EKB az eurórendszerben devizaswap ügyletekkel is bővíti a nem euró likviditást.
2009.05.07.	Hitellazítás CBPP létrehozása	Az EKB elindítja első eszközvásárlási programját. Az egy éven át tartó program során összesen 60 mrd EUR értékben vásárolt fedezett kötvényeket elsődleges kibocsátásban és másodlagos forgalomban. A cél a banki finanszírozásban fontos szerepet betöltő piaci szegmens jegybanki támogatása volt.
2009.05.07.	Változtatás a likviditásnyújtó eszközökön: LTRO 12M létrehozása	Az EKB egy éves lejáratú likviditásnyújtó eszközt hozott létre, amelyekkel 3 meghirdetett tenderen összesen 614 mrd EUR értékben allokkált likviditást a bankrendszerbe, ezáltal tartós forrást biztosítva. A jegybanki mérleg érdemben nem változott, azaz rövidebb jegybanki kölcsönforrásait csökkentették a bankok.

2010.03.04	Normalizációs ütemterv	Az EKB közleménye szerint lépcsőzetesen, 2010 végéig a korábban hozott likviditásnyújtó intézkedéseket kivezette volna.
2010.05.10.	Eszközvásárlási program SMP elindítása	<p>Az EKB által meghirdetett program célja a diszfunkcionális piaci szegmensek helyreállítása, a monetáris transzmissziónak a jegybanki céloknak megfelelő mederbe való terelése volt. Az EKB előre nem meghatározott összegben és időben, állampapírok és más adósságpapírok vásárlásának lehetőségét is nyitva hagyta. A vásárlások sterilizálását is bejelentette az EKB, azaz kizárta a mennyiségi lazítást. A programot hivatalosan 2012 szeptemberben zárta az EKB, ténylegesen 2012 februárig került sor vásárlásokra. Kizárólag állampapírokat vásárolt az EKB, névértéken összesen 218 mrd EUR értékben, az alábbi megoszlásban:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Írország 14,2 mrd EUR - Portugália: 22,8 mrd EUR - Görögország: 33,9 mrd EUR - Spanyolország: 44,3 mrd EUR - Olaszország: 102,8 mrd EUR
2011.10.06.	Hitellazítás CBPP2 elindítása	2011 novemberében induló és egy éven át tartó program során összesen 40 mrd EUR értékben tervezett fedezett kötvényeket vásárolni az EKB, de ténylegesen mindössze 16,4 mrd EUR értékben vásárolt értékpapírokat.
2011.12.08	Változtatás a likviditásnyújtó eszközökön: LTRO 3Y tenderek	2011 decemberben és 2012 februárban lezajlott két tenderen az EKB összesen 1029,5 mrd EUR értékben nyújtott likviditást hosszú távon, 3 éves időtartamra. A bankok igényeit teljes körűen, az alapkamaton elégitette ki.
2011.12.08	Kötelező tartalékolás változtatása	2%-ról 1%-ra csökkentette a kötelező tartalékrátát az EKB.

2012.09.06.	Eszközvásárlási program OMT bejelentése	Az SMP-t váltó OMT program bejelentésével, összeg és időkorlát nélküli, 1-3 év közötti állampapír vásárlást helyezett kilátásba az EKB, teljes sterilizáció mellett. A program bejelentése folytatása volt az EKB elnökének 2012.07.26-i „whatever it takes” beszédére és általa a 2012.08.02-i sajtókonferencián elmondottakra, amely állampapír vásárlások lehetőségét vetette fel. Valójában az OMT programban nem került sor vásárlásokra sem ekkor, sem később.
2014.06.05.	Kamatváltoztatás Negatív kamat a betéti eszközön	A betéti oldalon ekkor alkalmazott először negatív kamatot az EKB, amelynek mértéke a későbbiekben több alkalommal tovább csökkent a negatív tartományban.
2014.06.05 2016.03.10.	Hitellazítás TLTRO bevezetése TLTRO II indítása	Célzott hosszú lejáratú refinanszírozási eszköz, amivel olcsó refinanszírozást biztosított az EKB a bankok részére, annak érdekében, hogy a magánszektorban nyújtott hitelezés növekedjen. Az első ütemre 2014 szeptember és 2016 június között, a második ütemre 2016 június és 2017 március között került sor. A negyedévente tartott tendereken összesen 1172 mrd EUR (TRTLO I - 831 mrd EUR, TRTLO II – 341 mrd EUR) összegű refinanszírozó hitelt nyújtott az EKB. A kamat mértéke változott, a TRTLO II programban az adott igénybevevő banki hitelezésének változásától függően sávosan, a betéti eszköz negatív kamatáig is süllyedhet a jegybanki hitel kamata.

2014.10.02.	Eszközvásárlási program CBPP3 elindítása ABSPP elindítása	A közösen bejelentett két eszközvásárlási program eredetileg 2 éves időtartamra együttesen havi 10 mrd EUR értékű fedezett kötvény, illetve eszközfedezetű kötvény vásárlását irányozta elő. A programok később időben kiterjesztésre kerültek, 2017-ben is tartanak. 2017. június végéig 222 mrd EUR értékben került sor fedezett kötvények, 24 mrd EUR értékben eszközfedezetű kötvények vásárlására.
2015.01.22.	Mennyiségi lazítás APP bejelentése PSPP bejelentése	Az EKB mennyiségi lazításának bejelentése. A program a korábbi két eszközvásárlásin program mellett államkötvény vásárlással bővült. A 2015 márciustól megkezdett PSPP programmal együttesen az APP kezdetben havi 60 mrd EUR kötvényvásárlást irányzott elő, várhatóan 2016 szeptemberéig bezáróan.
2015.12.03 2016.12.08	A programok meghosszabbítása A programok meghosszabbítása	2015 decemberében 2017 márciusig, 2016 végén pedig várhatóan 2017 végéig hosszabbította meg eszközvásárlási programját az EKB. Mennyiségét tekintve 2016 márciusa és 2017 márciusa között 80 milliárd euróra emelte a havi összeget, 2017 áprilistól újra az eredeti 60 milliárd euróra csökkentette. A különböző korlátokon (kibocsátói és értékpapír sorozatra, maximális árfolyamra, futamidőre vonatkozók) többször lazított az EKB.
2016.03.10.	CSPP bejelentése	2016 áprilisában vállalati kötvényvásárlással (CSPP) bővült az APP program. 2017. június végén az APP programban vásárolt értékpapír portfólió értéke elérte az 1952 mrd EUR-t.

C) BoE

Bejelentés időpontja	Intézkedés	Leírás
2007.09.14.	Vészhelyzeti likviditásnyújtás Egyedi hitel a Northern Rock-nak	Egyedi vészhelyzeti likviditásnyújtás a Northern Rock-nak, büntető kamat mellett, brit pénzügyminiszter felhatalmazása alapján. Október 9-én állami garancia mellett a hitel kiterjesztésre került, a Northern Rock pedig 2008 elején állami tulajdonba került.
2007.12.06.	Kamatcsökkentés megkezdése	Az első kamatcsökkentés, Bank Rate 25 bp-al.
2007.12.12.	Vészhelyzeti likviditásnyújtó eszköz ELTR	A BoE meghirdeti az első jelentős összegű, hosszabb lejáratú repó tendereit (3, 6, 9 és 12 hónap), amelyeket széles fedezet kör mellett fogad el. 2009 januárjában 190 mrd GBP értékben érte el csúcsát az eszköz. Ezt követően a BoE folyamatosan továbbfejlesztette a stresszhelyzetekben használható, hosszú távú likviditásnyújtás eszközszerét.
2008.04.21.	Vészhelyzeti likviditásnyújtó eszköz SLS létrehozása	A program keretében a bankok a kevésbé likvid papírjaikat likvid állampapírokra cserélhették, 1 éves időszakra, ami 3 évre is meghosszabbítható volt. A swap ügyletekre jelentős haircut-ot és felárat alkalmazott a jegybank, továbbá a fedezeten túl is fenntartotta a bankok felelősségét. Az SLS program esetleges veszteségeire a kormányzat teljes körű garanciát biztosított a BoE-nek. 2008-ban a vészhelyzeti likviditásnyújtás legfontosabb eszköze volt. A 2009. januárban zárult (a 3 éves maximális futamidő miatt 2012. január végén futott ki) Az

		eszköz használata csúcán a BoE 185 mrd GBP névértékű likvid papírt cserélt el többségében jelzálogkötvényekre a bankokkal.
2008.09.18.	Vészhelyzeti likviditásnyújtó eszköz USD repó	A jegybank fedezet ellenében USD likviditásnyújtó, napi gyakoriságú O/N repó műveleteket hirdetett meg, napi 40 mrd USD kerettel, az USD likviditásnyújtás a későbbiekben lejáratú időt és összeget tekintve is kiterjesztésre került.
2008.10.01. 2009.11.24.	Vészhelyzeti likviditásnyújtás	A BoE egy évvel később hozta nyilvánosságra, hogy 2008 októberében két nagybank, az RBS és az HBOS esetében egyedi hitelek nyújtott. Az SLS-hez hasonló felépítésű hitelek legnagyobb fennálló állománya 61,6 mrd GBP volt. A hitelek 2009 januárjában teljes mértékben visszafizetésre kerültek.
2008.10.03.	Rendelkezésre állás kiterjesztése	A BoE bővítette a jegybankképes, fedezetként elfogadott értékpapírok körét.
2008.10.16.	Rendelkezésre állás kiterjesztése DWF létrehozása	A hagyományos rendelkezésre állás mellett létrehozott új eszköz, hosszabb távra (jellemzően 30 napra) szélesebb fedezeti körrel szemben biztosított likviditást vagy likvid eszközt az igénybevevő bankok számára.
2009.01.19. 2009.03.19.	Mennyiségi lazítás APF létrehozása Mennyiségi lazítás kezdete	A BoE bejelenti eszközvásárlási programjának megkezdését, 50 mrd GBP értékben. Kezdetben hitellazításnak indult a program, amely államkötvények vásárlására nem vonatkozott és a vásárlásokat sterilizálta a jegybank, azaz a mérleg összege nem nőtt. 2009 márciusától állampapírok vásárlásával és a mérleg növelésével bővült a program, így mennyiségi lazítássá vált. A program többször kiterjesztésre került összegét és a vásárolt

		értékpapírok körét illetően is, 2013 1. negyedév végéig összesen 375 mrd GBP értékben vásárolt értékpapírokat a BoE.
2012.07.12.	Hitellazítás FLS indítása	A BoE célzott hosszú lejáratú refinanszírozási eszköze, amivel olcsó refinanszírozást biztosított a bankok részére, annak érdekében, hogy a magánszektorban nyújtott hitelezés növekedjen. A refinanszírozás a banki hitelcsomag és a jegybank által nyújtott állampapír swap ügyleten keresztül valósult meg, 4 éves futamidővel. A program kezdetben 2012 augusztus és 2014 január közötti időszakokra szólt, ami időben fokozatosan kiterjesztésre került, jelenleg 2018 januárig. Az eredeti időszakokra 2014 január végén 41,9 mrd GBP volt az eszköz keretében a résztvevő bankok által lehívott hitelállomány, a kiterjesztett (2014 január utáni) időszakokra vonatkozóan 2017 március végén 36,9 mrd GBP volt az új keletkezésű állomány.
2013.08.07.	Előrettekintő iránymutatás Explicit célok meghatározása	A BoE a jövőbeli kamatemelést explicit munkanélküliségi cél, 7%-os ráta eléréséhez kötötte (feltéve, hogy az infláció nem haladja meg ½ %-kal nagyobb mértékben a célt, illetve az inflációs várakozások nem szabadulnak el, vagy stabilitási okok nem követelik meg a kamatemelést).
2013.10.24. 2014.01.16	Eszközrendszer átalakítása ILTR CTRF	A likviditásnyújtás eszközrendszerének a válságot követő megújítási folyamat eredményeként, annak megújult jegybanki szemléletét jelentette be a BoE, amely szerint szélesebb fedezet mellett, hosszabb távra és alacsonyabb költségek mellett nyújt likviditást a bankrendszernek. Ennek részeként két új hosszú távú likviditásnyújtó eszközt vezetett be: az ILTR havi rendszerességgű 6 hónapos, rugalmas fedezetű eszköz, a CTRF a

		rendkívüli helyzetekben alkalmazható kiterjesztett fedezet mellett alkalmazandó eszköz.
2014.11.05.	Eszközrendszer átalakítása Rendelkezésre állás kiterjesztése	Jelentős bővítésre került a jegybanki ügyfélkör, az értékpapírkereskedő cégek és elszámolóházak számára is hozzáférést engedve a jegybank likviditásnyújtó eszközeihez.
2016.08.04	BREXIT csomag Kamatváltoztatás Mennyiségi lazítás Hitellazítás TFS	A gazdaság élénkítésére létrehozott csomag elemei: - 25 bp kamatcsökkentés - APF újrakezdése, további 60 mrd GBP államkötvény és 10 mrd GBP vállalati kötény vásárlása - új célzott refinanszírozási program indítása (2018 januárig), amely az FLS-nél kedvezőbb kondíciók mellett, a hitelezéstől függően akár zéró kamat mellett jegybanki forrást juttat a résztvevő bankoknak.

D) BoJ

Időpont	Intézkedés	Leírás
2007.02.21.	Kamatváltoztatás	A BoJ első kamatsökkentése a válság hatására, 25 bp-al.
2008.09.18.	Vészhelyzeti likviditásnyújtó eszköz USD likviditásnyújtás	A Fed-el kötött swap megállapodások révén, a BoJ megkezdte USD likviditás nyújtását. 2008 szeptemberétől rendszeressé váló tendereken, jellemzően 1-3 hónapos időtartamra szerezhettek dollárlikviditást a japán bankok (2010 februártól májusig átmenetileg szünetelt).
2008.10.14.	Értékpapírkölcsönzés kiterjesztése	A BoJ 2004 óta alkalmazott eszköze a mennyiségi lazítás miatt szűkössé vált állampapírpiacon szegmensben inverz repó ügylettel biztosított folyamatos másodlagos kínálati forrást. Az eszköz igénybevételenek költségét csökkentette a jegybank.
2008.10.14. 2009.05.22.	Változtatás a likviditásnyújtó eszközökön: jegybankképes értékpapírok körének bővítése	A jegybanki likviditásnyújtó eszközök fedezetéül elfogadott értékpapírok körének első bővítése. Későbbiekben a kollaterál követelmények tovább lazultak. Ebből a körből kiemelkedik, hogy 2009 májustól az elfogadott fedezetek köre angol, amerikai, német és francia államkötvényekkel is bővült.
2008.10.14.	Hitellazítás CP Repo kiterjesztés	A BoJ növeli a negyedévente tartott CP repó likviditásnyújtó tendereinek gyakoriságát és mennyiségét.
2008.10.14.	Változtatás a likviditásnyújtó eszközökön: időben előrehozott forrásbiztosítás	Az év végén növekvő likviditási igények előrehozott, korai biztosítása, a tervezett likviditásnyújtó tenderek időbeli átsúlyozásával.

2008.10.14. 2009.02.03.	Hitellazítás részvényvásárlási program	A BoJ felfüggeszti azt az értékesítési programját, amelynek keretében 2007 végétől adott el részvényeket, amelyeket 2002-2004 között a pénzügyi intézményektől vásárolt a korábbi mennyiségi lazítása keretében. Sőt, 2009 elején újrakezdte a részvényvásárlást, amelynek keretében 2010 áprilisig 387,8 mrd YEN értékben vásárolt a TSE-n jegyzett részvényeket.
2008.10.31.	Kamatfizetés a tartalékokra CDF	Kezdetben átmenetinek szánt, később tartóssá váló eszköz, amely révén ettől kezdve a szabad tartalékokra (pontosabban a későbbi módosítás szerint azok egy részére) is kamatot fizet a BoJ.
2008.12.02.	Vészhelyzeti likviditásnyújtó eszköz SFSO	Az eredetileg 2009 áprilisig, később 2010 I. negyedév végéig meghosszabbított likviditásnyújtó eszköz a bankokat széleskörű, vállalati hitelek fedezete mellett összeghatár megkötés nélkül látta el forrással 3 hónapos futamidőre.
2008.12.19.	Mennyiségi lazítás Államkötvény vásárlás	A 2001-ben megkezdett, 2002 októbere óta változatlan mennyiségben zajló államkötvény vásárlási programjának összegét megnövelte a BoJ 1200 mrd YEN/ hó értékről először 1400 majd márciusban 1800 milliárd YEN / hó értékre, a program a hosszú lejáratú kötvényekre is kiterjesztésre került. 2010-ben komplex új program váltotta.
2009.01.29. 2009.02.19	Hitellazítás CP és ABCP CB	2009 végéig tartó program 3000 milliárd YEN értékű kereskedelmi kötvény vásárlását tartalmazta, beleértve az eszközfedezetű kereskedelmi kötvényeket is. Ez kiegészült rövid lejáratú vállalati kötvények vásárlásával, további 1000 milliárd YEN értékben.

2009.03.17.	Vészhelyzeti tőkenyújtó eszköz Alárendelt kölcsöntőke	A BoJ eszköze a bankok részére 10 éves futamidejű, illetve lejárat nélküli, alárendelt kölcsöntőke juttatását tette elérhetővé. 2009-ben 20 mrd YEN értékben történt ilyen jellegű tőkejuttatás, ami 2013-ban visszafizetésre került.
2009.12.01.	Hitellazítás FRO	A BoJ hosszabb távú likviditásnyújtó eszközt vezetett be, amely széles körű fedezet mellett 3 hónapos olcsó, fix kamatozású forrást biztosított a bankoknak. A kezdetben 10000 mrd YEN később 20000 mrd YEN-re + 10000 mrd YEN 6 hónapos hitellel került kibővítésre (utóbbi 2012 során kivezetésre került).
2010.05.21.	Hitellazítás GSFF	A BoJ gazdaságot erősítő célzott refinanszírozási eszköze, ami pénzügyi intézmények számára meghatározott területeken nyújtott banki hiteleket és/vagy ott eszközölt befektetéseket refinanszírozott. Az eszköz 1 év futamidejű, de meghosszabbítható, olcsó, fix kamatozású forrást biztosított. Az eredetileg 1 évre és 3000 mrd YEN összértékre tervezett eszközt többször is kiterjesztették, továbbá 2012-től USD refinanszírozást is biztosított. 2017. I. negyedév végi fennálló állománya 6886 milliárd YEN és 23,3 mrd USD volt. Másik célzott eszköze azoknak a bankoknak kínált olcsó, fix kamatozású, maximum 4 évre meghosszabbítható refinanszírozást, amelyek a nem pénzügyi szektornak nyújtott hitelállományukat bővítették.
2012.10.30.	SBLF	

2013.01.22.	Előretekinő iránymutatás Explicit cél változtatása	Módosításra került az inflációs cél. A korábbi 1%-os célértéket (0-2% közötti sávot, mint árstabilitást értelmezve) 2%-os árstabilitási célra változtatta. A későbbiekben a BoJ az extrém laza monetáris politika fenntartását ehhez a célértékhez kötötte, 2016 őszétől ráadásul kifejezetten annak stabil meghaladásáig fenntartva a mennyiségi lazítást. Ezen túl a teljes hozamgörbe befolyásolását tűzte ki, azaz hosszú távú kamatokra vonatkozó célt határozott meg.
2016.09.21.	Inflációs cél túllövés Hozamgörbe cél	
2010.10.05.	Mennyiségi lazítás CME	A BoJ átfogó nagyléptékű eszközvásárlási programja, amely állampapírok, kereskedelmi és vállalati kötvények mellett tőzsdén forgalmazott befektetési jegyek, valamint ingatlan befektetési jegyek. Kezdetben egy évre 5000 mrd YEN értékű programot több alkalommal növelte, összesen 76000 mrd YEN értékre. 2013-ban a programot a QQE keretében új eszközvásárlási program váltotta, amelynek keretében kezdetben évi 50000 mrd YEN államkötvény, 1000 mrd YEN ETF és 30 mrd YEN J-REIT vásárlást irányzott elő, amit 2014 októberben évi 80000 mrd YEN államkötvény, 3000 mrd YEN ETF és 90 mrd YEN J-REIT értékre emelte a BoJ. Az ETF-ek vásárlását 2016-ban tovább növelte 6000 mrd YEN értékre. A vásárolt állampapírok futamidő szerint célzott spektrumát is emelte a BoJ. Mindezek mellett a CP és CB eszközállományának értékét folyamatosan fenntartotta.
2013.04.04.	QQE	
2014.10.31. 2016.07.29.		

2016.01.29.	Kamatváltoztatás Negatív kamat bevezetése	Az új szabályok értelmében 3 kamatkondíció jött létre a banki tartalékokra vonatkozóan. A QE következtében 2015-ig keletkezett szabad tartalékállományra a BOJ pozitív kamatot (0,1%) fizet, míg a kötelező tartalékokra (valamint a 2011-es földrengés hatásaival sújtott övezetben működő bankok FSO és LSP hiteleire jutó tartalékokra) zéró a kamat. A negatív kamat csak az ezeken felül tartott szabad tartalékokra számítható.
-------------	--	---

A függelékben áttekintett jegybanki lépések és adatok forrása: Fed, EKB, BoE és BoJ (a jegybankok weboldalain található információk: az intézkedések bejelentései, monetáris döntéshozó testületek üléseinek jegyzőkönyvei, sajtókonferenciák anyagai, intézkedések technikai, illetve tartalmi ismertetői, jegybanki adatközlések).

A disszertáció témaköréből megjelent publikációk

1. PÁL, Tamás „Az európai mennyiségi lazítás jellemzői és perspektívái”
Köz-gazdaság ISSN: 1788-0696; Megjelenésre befogadva
2. PÁL, Tamás; LAMANDA, Gabriella „What next? – In search of monetary policy objectives and toolset after the crisis” *Közgazdász Fórum* (*Forum on Economic and Business*) ISSN: 1582-1986; Megjelenésre befogadva
3. PÁL, Tamás; LAMANDA, Gabriella „Needed but Rejected: How to Implement the Financial Stability Objective into Monetary Policy?”
Periodica Polytechnica Social and Management Sciences, [S.l.], june 2017. ISSN 1587-3803. Available at:
<<https://pp.bme.hu/so/article/view/10706>
4. PÁL, Tamás „Prés alatt az Európai központi Bank” *Nemzeti Érdek*, Új folyam11-12. sz. 2015/1, pp. 230-237. ISSN 1788-7356 [2015]
5. PÁL, Tamás „Jegybankok tűzvonalban” In: Veress József (szerk.) *Gazdaságpolitikák világválság idején* 280 p., Budapest: Typotex Kiadó, pp. 95-154. ISBN: 978-963-279-319-1 [2013]
6. PÁL, Tamás „A pénzügyi kormányzás intézményrendszere” In: Veress József (szerk.) *Gazdaságpolitika a globalizált világban*. 442 p. Budapest: Typotex Kiadó, pp. 117-151. ISBN: 978-963-279-066-4 [2009]
7. PÁL, Tamás „Fáziskésésben Európa” [portfolio.hu](http://www.portfolio.hu),
http://www.portfolio.hu/gazdasag/faziskesesben_europa.209960.html,
letöltés ideje: 2015. 02. 09. [2015]

A disszertáció témakörén kívüli publikációk

1. KOTOSZ, Balázs; PÁL, Tamás (szerk.) „60 éves a Közgazdaságtudományi Egyetem: A Jubileumi Tudományos Konferencia alkalmából készült tanulmányok.” Budapest: Aula Kiadó, 258 p. III., Közgazdaságtudományi Kar ISBN:978-963-9698-66-6 [2008]
2. PÁL, Tamás „Az elektromos áram piaci szabályozása” In: Báger Gusztáv, Bod Péter Ákos (szerk.) Gazdasági kormányzás 314 p. Budapest AULA Kiadó pp.181-201 ISBN: 978-963-9698-47-5 [2008]
3. PÁL, Tamás „Versenypolitika” In: Veress József (szerk.) Gazdaságpolitika 374p Budapest AULA Kiadó pp.57-63 ISBN: 963-9078-97-2 [1999]
4. PÁL, Tamás „A tulajdonformák szerepe és gazdaságpolitikai következménye, Versenypolitika” In: Veress József (szerk.) Bevezetés Gazdaságpolitikába 373 p. Budapest AULA Kiadó pp.67-109 ISBN: 963-503-081-9 [1996]
5. PÁL, Tamás „Meddig terjed a svájci jegybank felelőssége?”portfolio.hu, http://www.portfolio.hu/gazdasag/meddig_terjed_a_svajci_jegybank_felelossege.209175.html [2015]

Szakmai életrajz

Szakmai életút

Századvég Gazdaságkutató Zrt.

2012 okt. – 2013 máj.: Szakmai igazgató

Gazdasági Versenyhivatal

2011 szept. – 2012 szept.: Versenytanács tagja

Europool Befektetési Alapkezelő Zrt. (Inter-Európa Bankcsoport)

2000 dec. – 2004 aug.: Vezérigazgató

1999 már. – 2000 dec.: Értékesítési és marketing igazgató

Magyar Befektetési és Vagyonkezelő Rt.

1998 júl. – 1999 febr.: Treasury Igazgató

Daiwa Magyarország Értékpapírkereskedelmi Rt.

1996 jan. – 1998 jún.: Főosztályvezető,

1994 jún. – 1996 jan.: Osztályvezető

Egyetemi életút

Neumann János Egyetem, Gazdaságtudományi Tudásközpont

2017. szeptembertől: Egyetemi tanársegéd

Eötvös Loránd Tudományegyetem, Gazdálkodástudományi Intézet

2017. szeptembertől: Egyetemi tanársegéd

Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem, Pénzügyek
Tanszék

2011–2017. szeptember: Egyetemi tanársegéd

Budapesti Corvinus Egyetem, Gazdaságpolitika Tanszék

2008-2011: Egyetemi adjunktus 1994-2008: Egyetemi tanársegéd

Végzettségek

Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem, MSc, 1993

Vállalatértékelés és –finanszírozás, és pénzügy szakirányok

VAP oklevél, Budapest, 2004

Tőzsdei Szakvizsga, Budapest, 1997

Közigazgatási alapvizsga, Budapest, 2012